



**MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

433ª Sessão

Processo 10372.100005/2019-85

Processo na primeira instância CVM RJ2015/12087

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: BNY MELLON ADMINISTRAÇÃO DE ATIVOS LTDA.
JOSÉ CARLOS LOPES XAVIER DE OLIVEIRA

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ANTONIO AUGUSTO DE SÁ FREIRE FILHO

ADVOGADO(S): CASSIA MATTOS PIMENTA DE MORAES (OAB/RJ 164.493)
MARCUS DE FEITAS HENRIQUES (OAB/RJ 95.317)
NELSON LAKS EIZIRIK (OAB/RJ 38.730).

EMENTA: RECURSOS VOLUNTÁRIOS. Irregularidades na administração de fundos de investimento. Operações irregulares no mercado de valores mobiliários. Recursos conhecidos e desprovidos.

ACÓRDÃO CRSFN 5/2020

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem, por unanimidade, com base no voto do Relator, conhecer dos recursos voluntários e:

- 1. negar provimento** ao recurso de BNY MELLON ADMINISTRAÇÃO DE ATIVOS LTDA., mantendo a penalidade de multa de R\$ 7.200.000,00 (sete milhões e duzentos mil reais), equivalente a 10% da operação irregular, pelo cometimento da infração de violação dos deveres fiduciários estabelecidos no art. 65-A da Instrução CVM nº 409/2004.
- 2. negar provimento** ao recurso de JOSÉ CARLOS LOPES XAVIER DE OLIVEIRA, mantendo a penalidade de inabilitação, pelo prazo de três anos, para o exercício do cargo de administrador, ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários pelo cometimento da infração de violação de deveres fiduciários estabelecidos no art. 65-A da Instrução CVM nº 409/2004.

Participaram do julgamento os Conselheiros João Batista de Moraes, Thiago Paiva Chaves, Maria Rita de Carvalho Drummond, Sérgio Cipriano dos Santos, Alexandre Henrique Graziano, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Ana Paula Zanetti de Barros Moreira e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Ausente, justificadamente, o Conselheiro Álvaro Affonso Mendonça. Suspeito o Conselheiro Pedro Frade de Andrade. Funcionou o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. Euler Barros Ferreira Lopes, que reiterou o parecer escrito que consta nos autos para opinar pelo desprovimento do recurso.

Brasília, 21 de janeiro de 2020.





A autenticidade deste documento pode ser conferida no site

http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **6096314** e o código CRC **9CCD76A7**.



**MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

Processo 10372.100005/2019-85

Processo na primeira instância CRSFN-CVM RJ2015/12087

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: BNY MELLON ADMINISTRAÇÃO DE ATIVOS LTDA.
JOSÉ CARLOS LOPES XAVIER DE OLIVEIRA

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ANTONIO AUGUSTO DE SÁ FREIRE FILHO

RELATÓRIO

DO OBJETO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários-CVM (Superintendência de Relações com Investidores Institucionais-SIN) para apurar as responsabilidades da BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. ("BNY Administradora" ou "Administradora"), da BNY Administração de Ativos Ltda. ("BNY Gestora" ou "Gestora") e de José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, diretor responsável de ambas as instituições pelas atividades de administração do Pacific Fundo de Investimento Renda Fixa Crédito Privado, em razão da suposta violação dos deveres fiduciários estabelecidos no art. 65-A da Instrução CVM nº 409/2004.

DOS FATOS

2. Os fatos que deram origem ao PAS foram descritos, resumidamente, da seguinte forma no Relatório do Diretor-Relator da CVM:

1. Este processo sancionador tem origem em atividade de supervisão de rotina da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN"), na qual se constatou significativo investimento realizado pelo Pacific Fundo de Investimento Renda Fixa Crédito Privado ("Fundo Pacific") em debêntures de emissão da RO Participações S.A. ("ROPart"). Em 27.1.2014, a SIN emitiu a Solicitação de Inspeção (SOI) no 512014' (fls. 88 e 89) com o objetivo de levantar informações acerca do processo decisório adotado pela BNY Mellon Administração de Ativos Ltda. ("BNY Gestora"), gestora do Fundo Pacific, que tem como responsável pela administração de carteiras José Carlos Lopes Xavier de Oliveira ("José Carlos").

2. A inspeção foi realizada pela Superintendência de Fiscalização Externa ("SFI") entre 10.3.2014 e 29.1.2015 e resultou na emissão do Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-1/ N°01/2015 (fls. 110 a 174), o qual apontou para a existência de indícios de descumprimento do art. 65, inciso XV, e do art. 65-A da Instrução CVM nº 409/2004 ("Instrução 409") em relação a: (i) não existência de políticas, procedimentos, manuais de alçada ou equivalentes; (ii) falhas no processo de fiscalização da gestão; (iii)

não divulgação de eventuais conflitos de interesse, (iv) ausência de processo detalhado de acompanhamento de recursos aplicados; e (v) inconsistência na precificação dos ativos.

3. O Fundo Pacific é um fundo exclusivo do São Bento Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Multimercado (“São Bento”), que, por sua vez, é exclusivo do Postalís – Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos (“Postalís”). A administração do Fundo Pacific competia à BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (“BNY Administradora”), de quem José Carlos era, à época, diretor-presidente, enquanto a gestão, como já assinalado, era desempenhada pela BNY Gestora (em conjunto com a primeira “Grupo BNY”).

4. O Fundo Pacific subscreveu, em 28.11.2012, debêntures da ROPart pelo montante de R\$ 72 milhões.² De acordo com o Instrumento Particular de Escritura da 1ª Emissão de Debêntures da ROPart (“Escritura”), datado de 30.10.2012 (fls. 34 a 72), tais títulos possuíam as seguintes características:

- (a) as debêntures foram objeto de distribuição pública com esforços restritos de colocação, com a intermediação da SOCOPA – Sociedade Corretora Paulista S.A. (“Socopa”) (cláusula 2.2);
- (b) foram emitidas até 10 (dez) debêntures e o total da emissão será de até R\$ 72 milhões (cláusulas 3.2 e 3.3)
- (c) os recursos captados tiveram a seguinte destinação: (i) R\$ 60 milhões direcionados à aquisição de 30% do capital social da Risk Office Consultoria Financeira Ltda. (“Risk Office”); e (ii) até R\$ 12 milhões para pagamento das despesas incorridas na emissão das debêntures, inclusive a contratação de consultorias (cláusula 3.5);
- (d) prazo de vigência de 15 (quinze) anos (cláusula 4.7);
- (e) taxa de remuneração definida pelo maior percentual entre: (i) IPCA + 6,5%; ou (ii) 10% de participação nos lucros da Risk Office (cláusula 4.9);
- (f) garantias reais: (i) cessão fiduciária de direitos creditórios de titularidade da emissora, representados pelos valores a serem distribuídos pela Risk Office; e (ii) alienação fiduciária de ações da emissora detidas pelos acionistas garantidores (cláusula 4.14);

5. O relatório definitivo de rating (fls. 80 a 87) das debêntures emitidas pela ROPart, datado de 12.3.2013, classificou a operação com nota “A-”, que engloba “as operações [...] que apresentam ativos subjacentes com boas garantias primárias, secundárias e terciárias, com liquidez menor que as da faixa anterior e valor compatível com o valor do principal corrigido, acrescidos dos juros da obrigação. O risco de inadimplência é baixo”.

6. Além das garantias relacionadas na Escritura e reproduzidas anteriormente, o relatório de rating indicou o “aval dos sócios controladores da ROPart e acionistas garantidores”. Do referido relatório também consta que R\$ 60 milhões foram aplicados na integralização de ações emitidas pela Risk Office, equivalente a 30% do capital pós-aumento, cujo objetivo era o de adquirir participações acionárias em empresas com objetos sociais similares. O restante dos recursos (R\$ 12 milhões) foi destinado ao pagamento de consultorias e demais custos de emissão das debêntures.

7. Quanto à emissora, o relatório de rating apontou que se tratava de sociedade de propósito específico constituída em 20.6.2012, cujo objeto social era (i) prestar serviços de consultoria financeira para a Risk Office, suas controladoras, controladas ou coligadas, e (ii) participar societariamente no capital da Risk Office durante o prazo de duração da ROPart, que é de 16 anos. O capital social da ROPart era de R\$ 800,00, representado por 800 ações, sendo 400 ações ordinárias e 400 ações preferenciais.

8. Em relação à Risk Office, dito relatório informou que se tratava de prestadora de serviços de consultoria para a gestão de riscos financeiros e operacionais, possuindo cerca de 340 clientes distribuídos por todo o território nacional, dos quais 47% eram fundos de pensão. Seu objetivo com o aumento de capital era a aquisição de duas sociedades concorrentes.

...

III.1 – Dos custos de emissão, taxa de remuneração e risco das debêntures

10. A emissão das debêntures foi estruturada e coordenada pela Socopa, que informou (fls. 177 e 178) (i) ter sido contratada tão somente para realizar a distribuição pública, com esforços restritos, das debêntures; (ii) que a emissora indicou apenas o Fundo Pacific como potencial investidor, o qual subscreveu a totalidade das debêntures em 28.11.2012; e (iii) que não foram procurados potenciais investidores, tendo em vista a aquisição da totalidade das debêntures pelo Fundo Pacific.

11. Quanto ao montante de R\$ 12 milhões destinado a pagar consultorias e outros custos de emissão, a ROPart informou (fls. 193 a 197) que o custo total atingiu o montante de R\$ 13.181.741 (18% do valor total da operação), dos quais R\$ 11.536.000 foram destinados ao pagamento de consultorias. Tal quantia, segundo Relatório de Inspeção (fls. 110 a 174), mostrava-se incompatível com a média do mercado, considerando outras debêntures emitidas à mesma época. A média de mercado situava-se muito abaixo de 18% (quadro 12 - fls. 142), variando entre 0,14% e 8,52%, já considerada a remuneração variável (comissão de sucesso).

12. Segundo a SFI, a incompatibilidade se afiguraria ainda maior ao se ter em conta que as debêntures foram ofertadas com esforços restritos de distribuição, nos termos da Instrução CVM nº 476/2009, enquanto as demais ofertas de debêntures, consideradas na comparação, foram distribuídas nos termos da Instrução CVM nº 400/2003, a qual, como se sabe, impõe custos de emissão mais elevados.

13. A SFI apurou que os responsáveis pelas firmas de consultoria Credpag Consultoria e Serviços

Financeiros Ltda. (“Credpag”) e Laber Serviços Empresariais Ltda. (“Laber”), ambas contratadas para a operação por R\$ 2.500.000 e R\$ 2.636.000, respectivamente, guardavam relação societária com A.M.P.M, titular de 50% do capital social da ROPart (fls. 200 a 203), o que sugeria possível conflito de interesses na contratação dessas consultoras.

14. Em pesquisa realizada no SERPRO (fls. 198 a 203), foi identificado que M.O.L.F era sócio administrador da Credpag e diretor da Alubam Participações S.A., companhia cujo presidente era A.M.P.M. Já a Laber tinha como sócio administrador A.L., sócio de A.M.P.M na Genève Investimentos Ltda., que recebeu por transferência a totalidade das ações de emissão da ROPart, em 27.6.2013 (fls. 125).

15. No que tange à taxa de remuneração das debêntures, a SFI elaborou comparativo com as informações disponibilizadas pela ANBIMA sobre condições de preços, prazos e rating de debêntures negociadas no mercado secundário no momento da tomada de decisão por parte da BNY Gestora (fls. 152). Nesse levantamento, foi constatada a disponibilidade, no mercado, de debêntures com: (i) remunerações semelhantes e melhores; (ii) prazos mais curtos; e (iii) condições de risco mais vantajosas.

16. Quanto ao risco e prazo das debêntures adquiridas pelo Fundo Pacific, estes foram objeto de matéria jornalística publicada pelo Valor Econômico e disponibilizada no website “www.debentures.com.br” (fls. 204),³ na qual se afirma que, enquanto o prazo médio de vencimento das debêntures disponíveis era de 6,3 anos, a captação da ROPart tinha prazo de 15 anos. A reportagem ressaltou ainda o fato de a ROPart possuir capital social de R\$ 800,00 em 2012.

17. De acordo com a SIN (fls. 387), apesar de afirmar na matéria que a emissão tinha sido realizada dentro dos padrões de mercado, José Carlos parecia ter ignorado questões relevantes na tomada de decisões de investimento, tais como a *duration* e o risco maior advindo do prazo longo do título, o qual havia sido objeto de alerta no relatório definitivo de rating emitido em 12.3.2013 (fls. 80 a 87).

18. A área técnica ressaltou (fls. 395) que tal relatório, que classificou as debêntures na categoria “A-”, considerou como fundamento da nota de rating que “existe a cessão fiduciária das ações da ROPart e os seus controladores serem intervenientes garantidores (e não simplesmente avalistas, geralmente chamados a intervir depois do evento), o que dá uma melhor percepção quanto à questão de prevenir o default, o balizador principal de nossa nota de rating”.

19. No entanto, de acordo com a SIN, a escritura de emissão das debêntures (fls. 34 a 79) não indica garantias concedidas pelos controladores. Este fato foi corroborado pela ROPart, que informou (fls. 190) que as debêntures não contemplavam aval dos seus sócios controladores. No entanto, segundo a SIN, a BNY Gestora não havia considerado que esse fato poderia alterar a nota atribuída ao título, nem que as únicas garantias existentes eram incertas e estritamente relacionadas à saúde financeira da ROPart e da Risk Office.

20. Mais adiante, em 29.5.2014, foi elaborado o relatório de revisão de rating da emissão de debêntures da ROPart, reduzindo sua classificação de “A-” para “BB”, sob a justificativa de que o fluxo de caixa da Risk Office era insuficiente para gerar dividendos que pudessem fluir para a ROPart e permitir o cumprimento das obrigações assumidas (fls. 213 a 226).

III.2 – Da tomada de decisão de investimento

21. Em relação à aquisição das debêntures da ROPart, a BNY Gestora informou inicialmente⁴ que “foram realizados procedimentos preliminares que certificaram a adequação não apenas da estrutura jurídica da operação, do nível de risco e da saúde financeira do emissor, mas também as boas condições da oferta das debêntures, que apresentavam características de remuneração e garantia dentro da média praticada pelo mercado na época da emissão”.

22. A BNY Gestora informou que tais avaliações constavam do relatório de análise por ela realizado (fls. 30 a 33). Acrescentou que o relatório de rating (fls. 80 a 87), que classificou as debêntures emitidas na categoria “A-”, ou seja, com baixo risco de inadimplemento, também serviu de base para fundamentar a aquisição das debêntures pelo Fundo Pacific.

23. A SFI colheu depoimento do então ocupante do cargo de Chief Operating Officer (“COO”) da BNY Administradora, S.L.B.B., que declarou, em 27.6.2014, que sua equipe havia sido solicitada a realizar um estudo técnico sobre as taxas das debêntures em questão (fls. 205 e 206). O depoente declarou que, em 26.10.2012, foi enviado e-mail a José Carlos com uma conclusão desfavorável à aquisição, uma vez que a remuneração pactuada se mostrava incompatível com as opções disponíveis no mercado. Assim se lê no parecer em questão:

“Entendemos que a taxa de emissão do título analisado não encontra-se nos patamares de risco encontrados no mercado para o prazo em questão. A empresa Risk Office (Investimento da RO Participações) por se tratar de uma empresa de serviços e portanto sem ativos reais que garantam a operação possui risco relativamente maior que as emissões utilizadas como referência e descritas acima. Observamos que nessa análise desconsideramos a parcela referente a participação de até 10% nos lucros da Risk Office dado que não nos foi apresentado uma previsão de fluxo de caixa que fundamente uma estimativa deste prêmio” (fls. 280).

24. S.L.B.B declarou ainda que “em virtude de uma carta do cotista [Postalís], a sua equipe do departamento de análise de crédito recebeu a demanda da gestora, em outubro de 2013, para a elaboração de um relatório com conclusão favorável à aquisição, utilizando como base o estudo de adequação de taxas realizado previamente, mas tendo como justificativa para a mudança de conclusão a inclusão, neste

relatório, da remuneração variável sobre o resultado operacional da emissora que havia sido desconsiderado anteriormente”.

25. Ainda segundo S.L.B.B., o pedido de nova análise com conclusão favorável ao investimento teria partido de José Carlos, o qual, à época dos fatos, ocupava o cargo de diretor presidente na BNY Administradora, sendo assim o responsável final pelo teor do parecer que seria emitido. Por fim, S.L.B.B. supõe que a BNY Gestora possuía informações não públicas a respeito do resultado operacional da emissora e declarou considerar que o relatório não foi elaborado pelo departamento de análise de crédito e que o responsável pela opinião final deve ser José Carlos. Assim se lê no novo relatório de análise das debêntures, emitido pela BNY Gestora:

“Entendemos que a taxa de emissão do título analisado encontra-se nos patamares de risco encontrados no mercado para o prazo em questão. A empresa Risk Office (investimento da RO Participações) por se tratar de uma empresa de serviços possui risco relativamente maior que as emissões utilizadas como referência. No entanto, considerando as taxas de mercado analisadas (spread de risco acima da NTN) e o upside proporcionado pela participação de até 10% nos lucros da Empresa, concluímos que a emissão em questão está compatível com o risco da operação” (fls. 30 a 33).

26. Em 24.7.2014, José Carlos prestou depoimento à SFI e esclareceu (fls. 207) que a tomada de decisão de aquisição das debêntures da ROPart foi baseada no estudo elaborado pela área técnica da BNY Administradora. Segundo José Carlos, foi-lhe apresentado dois relatórios, um com conclusão favorável à aquisição e outro com conclusão desfavorável. Acrescentou que houve discussão com relação à remuneração do ativo e que solicitou uma complementação da análise considerando aspectos como resgate antecipado e participação nos dividendos da companhia investida.

27. Sobre a informação de que o relatório favorável teria sido emitido em 31.10.2013, José Carlos declarou que nesta data já se encontrava afastado de todas as suas funções, tendo em vista que desde o dia 17.10.2013 não possuía mais nenhum acesso físico ou remoto a qualquer instalação, funcionário ou documento do Grupo BNY.

28. A BNY Gestora (fls. 183, 211 e 361) corroborou a declaração do então COO, afirmando que o relatório favorável tinha sido elaborado em 31.10.2013. A BNY Gestora informou ainda que tal relatório fora elaborado em resposta a questionamento recebido do cotista do Fundo Pacific e a pedido de José Carlos, que determinou que o relatório sustentasse a decisão tomada em 2012.

29. Em 9.10.2013, o Postalís foi questionado pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (“PREVIC”) acerca da aquisição das debêntures (fls. 361). Esse último questionamento foi repassado à BNY Gestora em 10.10.2013, o qual foi respondido, em 31.10.2013, com uma cópia do referido “Relatório de Análise da Emissão de Debêntures da RO Participações”, que continha conclusão favorável à aquisição das debêntures.

30. No entendimento da área técnica (fls. 395 e 396), a BNY Gestora teria falhado em explicar a decisão de investimento, já que a operação com a ROPart possuía condições de risco muito superiores, prazos excessivamente dilatados, liquidez muito inferior e retorno, na melhor das hipóteses, semelhantes aos demais instrumentos disponíveis no mercado naquele momento.

31. Considerando as inconsistências do processo de tomada de decisão de investimento nas debêntures, o Grupo BNY apresentou (fls. 311 a 320) as alterações estruturais e organizacionais introduzidas nas instituições do grupo, com o intuito de evitar que problemas de tal natureza voltassem a ocorrer.

III.3 – Do resgate das debêntures emitidas pela ROPart

32. No Demonstrativo de Composição e Diversificação de Ativos do Fundo Pacific referente ao mês de julho de 2014 (fls. 364 e 365), observou-se que as debêntures da ROPart deixaram de integrar a sua carteira, em razão de resgate realizado em 8.7.2014, no valor de R\$ 69.803.296,02 (fls. 227).

33. De acordo com a BNY Administradora (fls. 230 a 232), por solicitação do Postalís, foi feito o resgate de parte das aplicações mediante a entrega de ativos, representados pelas debêntures emitidas pela ROPart. A operação em questão foi realizada em duas etapas: primeiro, as debêntures foram transferidas da carteira do Fundo Pacific para a do São Bento e, em seguida, para a carteira própria do Postalís.

34. O objetivo do resgate (solicitado por e-mail em 17.6.2014 à BNY Gestora – fls. 235) era a aquisição de debêntures de emissão da XNice Participações S.A. (“XNice”) pelo Postalís, em que parte do pagamento⁶ se daria mediante entrega das debêntures emitidas pela ROPart. A área técnica constatou que a emissão das debêntures pela XNice apresentava estrutura semelhante à da ROPart (fls. 164).

35. A operação da XNice, contudo, recebeu diversos apontamentos por parte da BNY Administradora em expediente encaminhado ao Postalís em 23.7.2014 (fls. 248 a 250), que levaram a não recomendação de sua execução. A SFI, por seu turno, verificou que A.M.P.M., sócio da ROPart, também era presidente da XNice.

36. O Grupo BNY informou que o pedido da Postalís para aquisição das debêntures da XNice pelo Fundo Pacific não foi acatado pela BNY Gestora, motivo pelo qual o cotista teria solicitado o resgate das debêntures da ROPart, a fim de realizar a operação em sua própria carteira (fls. 319).

37. A SIN observou que, diferentemente da diligência observada na análise da aquisição das debêntures emitidas pela XNice, o Grupo BNY não levou em consideração os seguintes fatores ao examinar o investimento em debêntures emitidas pela ROPart (fls. 392):

- (a) dificuldade de assegurar a adequação do risco/retorno da operação;
- (b) despesas previstas, incluindo contratação de serviços, com montante expressivo;
- (c) existência de uma mesma pessoa como sócia em diversas partes da operação;
- (d) risco atrelado ao fato das garantias serem incertas e estritamente relacionadas à saúde financeira das empresas envolvidas; e
- (e) desconhecimento da estrutura de dívida das empresas operacionais e da viabilidade de pagamentos de dividendos para quitar as debêntures.

38. Logo após tais transações, em 24.9.2014, os fundos Pacific e São Bento foram encerrados (fls. 322 e 324).

IV – Da Conclusão

39. A partir de tais fatos, a SIN concluiu que, embora a BNY Gestora tenha dito que a decisão de investimento foi inicialmente embasada no Relatório de Análise da Emissão de Debêntures da ROPart (fls. 30 a 33), o Grupo BNY não apresentou qualquer estudo que evidenciasse que a participação nos lucros da emissora teria levado a uma conclusão positiva acerca do retorno prometido pelas debêntures.

40. De acordo com a SIN, a BNY Gestora não considerou fatores importantes, como: (i) o elevado custo de emissão das debêntures da ROPart, (ii) os prazos excessivamente longos; (iii) a divergência entre as garantias informadas na escritura de emissão das debêntures e no relatório definitivo de rating; e (iv) o fato de A.M.P.M ser sócio de diversas empresas participantes da operação, o que poderia configurar conflito de interesses.

41. Além disso, a BNY Gestora decidiu adquirir debêntures com retorno similar ou inferior ao de mercado, mas com riscos e prazos menos favoráveis, sem amparo em análise ampla e completa, fazendo com que o Fundo Pacific assumisse riscos desnecessários. Como agravante, a SIN destacou que as investigações identificaram que o Relatório de Análise, apontado como base para a tomada de decisão, foi, na verdade, elaborado em outubro de 2013, cerca de um ano após o investimento.

42. A SIN considerou que a decisão de investimento, que competia ao gestor do fundo, fora tomada com falta de cuidado, já que representou aplicação relevante (60% do patrimônio líquido do fundo) sem que houvesse maiores preocupações com riscos, garantias e conflito de interesses, evidenciando quebra dos deveres fiduciários.

43. Em relação à BNY Administradora, a área técnica entendeu que, tratando-se de investimento relevante, medidas adicionais deveriam ter sido adotadas para assegurar que a decisão fora embasada em critérios técnicos de avaliação da relação risco/retorno, das características do ativo e da emissora, de suas garantias, entre outros. Desta feita, a SIN concluiu que a BNY Administradora não cumpriu os seus deveres fiduciários em relação ao cotista do fundo.

44. Por fim, a SIN destacou que tanto a administração como a gestão do Fundo Pacific estavam sob a responsabilidade direta de José Carlos, que acumulava os cargos de diretor responsável de ambas as instituições. Segundo a SIN, a responsabilização do diretor responsável estaria em linha com os processos administrativos sancionadores CVM nºs RJ2005/8510 e RJ2010/9129.

DEFESA JUNTO À CVM

3. Em defesa junto à CVM, conforme Relatório do Diretor-Relator da CVM, os Recorrentes alegaram, resumidamente, que:

VIII – Das defesas

VIII.1 – Da defesa de José Carlos

55. Em sua defesa (fls. 448 a 473), José Carlos informou que, à época dos fatos, o Postalís era o principal cliente do Grupo BNY em geração de receita e, por isso, ele atuava de forma mais ativa nas aplicações realizadas pelos seus veículos de investimento. Na prática, por se tratar de investidor sofisticado, um pedido de investimento do Postalís que não fosse contrário à regulamentação em vigor era considerado uma ordem.

56. De acordo com o defendente, a aquisição das debêntures da ROPart foi solicitada pelo Postalís, tendo a área técnica da BNY Administradora se posicionado no sentido de não recomendar a operação. No entanto, em razão da insistência do Postalís, José Carlos analisou o relatório produzido pela administradora e percebeu que existiam omissões importantes no documento, recomendando que fosse refeito, considerando, entre outras características, a remuneração das debêntures. Uma vez refeita análise, que concluiu favoravelmente à operação, as debêntures foram adquiridas pelo Fundo Pacific.

57. O defendente ressaltou que o Postalís é investidor qualificado e possui capacidade para avaliar riscos e tomar decisões de investimento. Nesse sentido, José Carlos citou julgados da CVM no sentido de que esses investidores não precisariam de uma série de proteções que são conferidas aos não qualificados.⁸

58. Também argumentou que o mérito de uma decisão de investimento tomada por um investidor qualificado não poderia ser questionada em sede de processo administrador sancionador.

59. O defendente alegou ainda que a gestão da carteira do fundo era não discricionária,⁹ uma vez que as decisões de investimento cabiam ao diretor presidente e ao diretor financeiro do Postalís. Destaca, nesse

sentido, que a própria BNY Gestora teria reconhecido de investimento, à época, foram tomadas em conjunto entre o então diretor da gestora e representantes do cotista exclusivo do fundo.

60. Dessa forma, o defendente concluiu afirmando que a sua responsabilização seria descabida, porque:

- (a) a decisão do investimento partiu única e exclusivamente do Postalis;
- (b) todas as precauções e cautelas no estudo da compatibilidade da operação foram tomadas;
- (c) por um longo período de tempo, as debêntures ficaram na carteira do Postalis, sendo administradas pelo Grupo BNY, não por José Carlos;
- (d) quando as debêntures passaram para a carteira própria do Postalis, o defendente não integrava mais a empresa;
- (e) o Postalis não sofreu qualquer prejuízo com o investimento; e
- (f) quem adotou más práticas de investimento não foi nem José Carlos nem o Grupo BNY, mas sim o Postalis.

61. Quanto à existência de um relatório preliminar desfavorável, o defendente alegou que este apresentava uma série de limitações, já que parcela considerável da remuneração não havia sido considerada. Tal deficiência teria sido confirmada por S.L.B.B. em seu depoimento. Por essa razão, pediu, antes da aquisição das debêntures, a elaboração de novo estudo, sugerindo a correção da análise, e não do resultado. Em suma, o investimento teria se dado com base em relatório de qualidade superior à versão original. Além disso, a decisão foi respaldada em relatório de rating do ativo, que classificou as debêntures na categoria “A-”.

62. Ainda a propósito, o defendente destacou que não estava em condições de provar que a segunda versão do relatório de análise havia sido elaborado antes da realização do investimento, e não somente em outubro de 2013, uma vez que não tinha mais acesso a qualquer documento desde o seu afastamento do Grupo BNY, em 17.10.2013.

63. Também argumentou que, ao prestar depoimento à CVM, S.L.B.B. temia perder o seu cargo e por isso teria feito, a pedido do Grupo BNY, declarações tendenciosas e equivocadas, que procuravam incriminar o defendente. Segundo a defesa, José Carlos vem sendo encarado como um “centro de responsabilização” em virtude de seu cargo como diretor. Se, por um lado, ele foi acusado a partir da solicitação de um segundo estudo levando em consideração as informações antes omitidas; por outro, o mesmo ocorreria se ele não tivesse solicitado nova análise, vez que teria deixado passar lacunas do referido estudo.

64. Segundo o defendente, o fato de o relatório de análise ter sido apresentado ao Postalis em 2013 nada prova em relação ao ocorrido durante o processo de aprovação da aquisição das debêntures emitidas pela ROPart. Ressalta, nesse tocante, que a aquisição das debêntures poderia ter sido aprovada pela área técnica do Grupo BNY por telefone ou poderia ter sido, como foi, aprovada com base no segundo relatório apresentado pela área técnica.

65. De outra parte, sustentou que não poderia ser pessoalmente responsabilizado na qualidade de diretor responsável da BNY Administradora e da BNY Gestora, uma vez que a acusação havia falhado em apontar uma conduta específica e culposa da sua parte. Tampouco poderia ser responsabilizado por atos imputáveis exclusivamente à vontade das pessoas jurídicas. Em síntese, a sua responsabilização não se justificaria porque (fls. 464):

- (a) as pessoas jurídicas são passíveis de responsabilização na esfera administrativa;
- (b) não existe responsabilidade solidária na esfera administrativa;
- (c) não existe imputação de responsabilidade administrativa sem comprovação de culpa do acusado;
- (d) falhas operacionais pontuais não são suficientes para gerar descumprimento do dever de diligência do diretor da empresa.

66. José Carlos requer que o Colegiado rechace a presunção de centro de responsabilização, bem como a ausência de vontade da pessoa jurídica, visto que ambas as teses carecem de fundamento jurídico e contrariam a ideia de que os administradores das sociedades anônimas não podem ser responsabilizados pessoalmente por atos regulares de administração. Na verdade, ao agir regularmente dentro dos limites que lhe foram concedidos, o requerente alega ter praticado atos de vontade da empresa da qual era diretor, nunca segundo a própria vontade. Se o contrário fosse considerado, estar-se-ia admitindo a inexistência da própria pessoa jurídica, que, afinal, ficaria sem qualquer responsabilização.

67. Para comprovar o cuidado, diligência e o bom desempenho em sua administração, José Carlos citou alguns de seus atos, tais como: (i) procedimentos de due diligence quanto à aprovação de novos gestores de recursos, bem como a análise da capacidade técnica destes gestores; (ii) estruturação das áreas de back office; e (iii) formação de equipe de controle de riscos operacionais e internos.

68. Portanto, a defesa requer a rejeição da acusação do requerente constante no item 89 do Termo de Acusação, bem como a eliminação do nome do defendente como acusado em todo e qualquer fato exposto no Termo de Acusação, uma vez que a acusação é manifestamente incapaz de relacionar objetivamente qualquer conduta do requerente às supostas irregularidades objeto do presente processo sancionador. No entanto, caso os referidos pedidos não sejam atendidos, a defesa postula a improcedência da responsabilização nos termos do art. 65-A, inciso I, da Instrução 409.

...

VIII.2.1 – Da BNY Gestora

73. No que tange à acusação feita à gestora, a defesa alegou que o Fundo Pacific tem um único cotista, investidor qualificado, que, em razão de sua experiência, é capaz de avaliar adequadamente os riscos de uma operação, sem necessidade de auxílio externo. Tal perfil de investidor tem a proteção estatal

mitigada, contando, inclusive, com regras mais flexíveis que as aplicadas aos demais investidores.

74. Segundo a defesa, o investimento nas debêntures foi indicado pelo próprio investidor, o Postalis. A esse respeito, destacou que, quatro dias antes da operação, o Postalis indiretamente aportou no Fundo Pacific o montante de R\$ 72 milhões, quantia equivalente à emissão das debêntures da ROPart.

75. Salientou ainda que, dois anos após a realização do investimento, o Postalis solicitou o resgate de parte de suas cotas no Fundo São Bento, a qual se prestaria à aquisição de debêntures de emissão da XNice, que contavam com características semelhantes às da ROPart. Este resgate ocorreu mediante a entrega das debêntures da ROPart, posteriormente utilizadas como parte do pagamento pelas debêntures da XNice.

76. Em vista disso, a defesa argumentou que, por ter atuado alinhado com os interesses do Postalis, bem como por não ter causado prejuízos a este último, já que as debêntures foram substituídas antes do vencimento pelas da XNice, a BNY Gestora não teria descumprido seus deveres fiduciários.

77. A defesa também rebateu a afirmação da acusação segundo a qual a BNY Gestora teria feito o Pacific correr riscos desnecessários, considerando que havia outras opções de investimento com prazos e riscos mais favoráveis. No entanto, segundo a defesa, não caberia à CVM analisar o mérito das decisões negociais, além do que a relação risco/retorno não deve ser o único fator considerado na tomada da decisão de investimento. Nesse ponto, cita a seguinte decisão do Colegiado da CVM:

...

78. A defesa ressaltou, ademais, que, no mercado, é bastante comum que investidores qualificados, como o caso do Postalis, realizem investimentos com relação risco/retorno não tão propícia. Quanto ao prazo de vencimento das debêntures, embora fosse longo (15 anos), não estava totalmente fora do padrão de mercado, visto que cerca de 34,7% das debêntures, emitidas entre 1.10.2012 e 30.10.2012, tinham o prazo médio de vencimento igual ou superior a 10 anos. Existem, inclusive, debêntures perpétuas, ou seja, sem prazo de vencimento definido, conforme dispõe o art. 55, §4º, da Lei nº 6.404/1976.

79. De outra parte, alegou que o relatório de rating, ao contrário do afirmado pela acusação, não alertou sobre o prazo de vencimento demasiadamente longo. Apenas afirmou que, devido a esse prazo de vencimento, não seria possível fazer previsões específicas sobre o comportamento da economia. Ainda sobre esse relatório, argumentou que, diante da decisão do cotista exclusivo do Fundo, seria razoável basear sua análise de riscos exclusivamente no rating “A-” atribuído às debêntures, ou seja, com baixo risco de inadimplência.

80. A defesa prosseguiu refutando a afirmação da acusação segundo a qual a gestora não teria sido diligente ao avaliar as garantias das debêntures. A esse respeito, a defesa citou trecho do Ofício-Circular CVM/SIN/Nº06/2014 em que “há casos em que elas podem ser até mesmo irrelevantes no processo de escolha do ativo”. Ademais, não existem nos autos elementos suficientes que possibilitem concluir que o rating foi rebaixado para o patamar “BB”, em virtude da inexistência de aval dos acionistas da ROPart.

81. No tocante ao custo de emissão das debêntures, a defesa destacou que, conforme demonstrativo de caixa de fls. 193 apresentado pela ROPart, apenas R\$ 4.018.957,00 foram despendidos com a própria emissão, enquanto os outros R\$ 9.081.043,00 tinham natureza diversa, uma vez que se destinavam ao pagamento de despesas incorridas na contratação de consultorias, com vistas a viabilizar a aquisição do controle de concorrentes da Risk Office.

82. Sendo assim, ao contrário do afirmado pela acusação, o total de recursos consumidos com os custos de emissão seria muito inferior a 18%, correspondendo, em realidade, a cerca de 5,58% do valor total da operação, o que se mostra compatível com a média do mercado, que varia de 0,14% a 8,52%, de acordo com tabela constante do Termo de Acusação.

83. Em relação à remuneração das debêntures, a defesa alegou que a taxa de juros estipulada, equivalente a 6,5% atrelada ao IPCA, estava próxima à média praticada no mercado à época, que era de 6,89%. Ressaltou que, somente em 2014, a SIN editou o Ofício-Circular CVM/SIN/Nº06/2014, não podendo ser exigido da BNY Gestora a observância dos parâmetros lá definidos, já que o investimento em debêntures emitidas pela ROPart foi realizado em 2012.

84. Em suma, a defesa refutou a condenação da BNY Gestora pelo suposto descumprimento dos seus deveres fiduciários, visto que: (i) agiu de maneira alinhada aos interesses do Postalis, investidor qualificado e cotista exclusivo do Fundo Pacific; (ii) o investimento estava de acordo com o regulamento e não gerou prejuízos; (iii) não cabe à CVM analisar o mérito da decisão de investimento; (iv) o prazo de vencimento e os riscos do investimento estavam em conformidade com a média do mercado; e (v) a conduta da gestora no sentido de avaliar o risco da operação estava de acordo com o contexto em que foi realizada.

DECISÃO DA CVM

4. Após análise das considerações dos recorrentes, o Diretor-Relator da CVM elaborou Voto, aprovado pelo Colegiado da CVM por unanimidade, com a seguinte conclusão, resumidamente:

...

106. ... As infrações cometidas pela BNY Gestora e por seu diretor responsável José Carlos são especialmente graves. A uma, porque a subscrição das debêntures emitidas pela ROPart envolveu volume

significativo de recursos do Fundo Pacific, correspondentes a 60% do seu patrimônio líquido, tendo ocasionado prejuízos da ordem de dois milhões de reais.

107. A duas, porque ambos os acusados agiram contra os interesses do Postalís, atingindo, portanto, milhares de participantes dos planos administrados por aquela fundação. Ao agirem de maneira desleal na gestão do Fundo Pacific, os Acusados atentaram, a uma só tempo, contra a higidez do mercado de valores mobiliários e a integridade do sistema previdenciário.

108. Há ainda uma terceira circunstância agravante. Como exposto neste voto, meses depois de efetuada a subscrição, foi elaborado pela BNY Gestora, a pedido do diretor responsável, um segundo relatório de análise das debêntures, que, diferentemente da versão original, continha conclusão favorável ao investimento. O documento, como visto, continha inconsistências e informações falsas, mas foi encaminhado à PREVIC. Além disso, José Carlos sustentou perante a CVM que esse segundo relatório já existia ao tempo da tomada de decisão de investimento, o que, contudo, não condiz com a verdade, conforme restou demonstrado nos autos.

109. Ou seja, o acusado simulou a existência de um parecer ao tempo da operação, que supostamente teria embasado a decisão de subscrever as debêntures, mas que, em realidade, foi fabricado a posteriori para induzir em erro os órgãos fiscalizadores. Cuida-se, a meu ver, de atitude especialmente reprovável, uma vez que destinada a dificultar a atuação dos órgãos de fiscalização, mediante a ocultação dos ilícitos cometidos.

110. Embora a BNY Gestora tenha participado da elaboração do segundo relatório, entendo que a sua penalidade não deve ser agravada por esse fato, uma vez que ela reconheceu que o documento havia sido preparado em 2013, tendo, assim, colaborado com as investigações da CVM.

111. Cumpre mencionar, por fim, que constam do histórico de José Carlos duas condenações definitivas, que, de modo semelhante ao observado no presente processo, foram motivadas por infrações aos deveres fiduciários estabelecidos no art. 65-A da Instrução CVM nº 409, de 2004.³¹ Como o trânsito em julgado de ambas ocorreu após os fatos apurados neste processo, não resta configurada a reincidência. No entanto, em linha com a jurisprudência dos tribunais superiores,³² as sanções sofridas serão consideradas na dosimetria da pena, uma vez que demonstram a propensão do acusado à reiterada violação da relação fiduciária com cotistas de fundos de investimento.

112. Assim, por todo o exposto, voto, com base no art. 11, IV, da Lei nº 6.385, de 1976, com a redação vigente à época dos fatos, pela inabilitação por 3 (três) anos de José Carlos Lopes Xavier de Oliveira para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários.

113. Quanto à dosimetria da penalidade a ser aplicada à BNY Gestora, convém observar, além das circunstâncias já indicadas acima, que a referida instituição obteve, em 19.7.2016, o cancelamento do seu registro de administrador de carteira junto à CVM, de modo que só se mostra pertinente, neste caso, a cominação de multa pecuniária. Nesse tocante, considerando o porte da instituição à época dos fatos e considerando ainda, como exposto neste voto, que o Postalís era um dos seus maiores clientes, responsável por parte significativa de sua receita operacional, entendo que a multa deva ser definida em patamar suficiente para desestimular a prática de condutas semelhantes, de maneira a produzir o efeito pedagógico que dela se espera.

114. Assim, voto, com base no art. 11, II, e § 1º, II, da Lei nº 6.385, de 1976, com a redação vigente à época dos fatos, pela condenação de BNY Administração de Ativos Ltda. ao pagamento de penalidade pecuniária no montante de R\$ 7.200.000,00 (sete milhões e duzentos mil reais), equivalente a 10% do valor da operação irregular.

115. Voto, ainda, pelas razões expostas neste voto, pela absolvição de BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A., e de José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, na qualidade de diretor responsável daquela instituição, da acusação de infração ao disposto no art. 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004.

RECURSO AO CRSFN

5. Intimados da Decisão da CVM em 04 e 05/09/2018 (fls. 631/632), os Recorrentes apresentaram Recursos Voluntários em 03 (fls. 653/670) e 04/10/2018 (fls. 635 e 652), onde apresentam as seguintes alegações de defesa, resumidamente:

(i) Recurso de JOSÉ CARLOS LOPES XAVIER DE OLIVEIRA (fls. 635/651):

a) **Da gestão não discricionária e da impossibilidade de interferência da CVM:** ... no caso em tela, é importante destacar que a responsabilidade do Gestor deve ser analisada sempre levando em conta o fato de que o investimento nas debêntures da RO Participações partiu, sim, do Postalís. ... Em relação às operações objeto do presente Processo Administrativo, mesmo que se aceite, para fins de argumentação, que tenham sido praticadas irregularidades, com a aquisição das debêntures da RO Participações, sem que tivessem sido tomadas todas as precauções e cautelas, o que – ressalte-se - não foi o caso, já que a decisão de investir foi requerida pelo Postalís (beneficiário final dos investimentos realizados pelo Pacific FIRF CP) e contou com sua participação ativa durante todo o processo de estruturação e implantação, também não é possível se falar

em qualquer responsabilidade administrativa do Recorrente uma vez que: (i) as debêntures emitidas pela RO Participação ficaram por longo tempo na carteira do fundo exclusivo do Postalis, administrado fiduciariamente e gerido pela BNY Mellon; (ii) depois, por decisão do Postalis, essas debêntures foram transferidas para a carteira própria do Postalis; e (iii) finalmente, depois de o Recorrente ter se desligado do BNY Mellon, as debêntures objeto do presente Processo Administrativo foram utilizadas pelo Postalis como meio de integralização de outro investimento em sua carteira própria. No caso em tela, como se vê, é óbvia a gestão não discricionária das carteiras dos fundos Pacific FIRF CP e São Bento, gestão está prevista na Instrução CVM nº 306/99 (vigente à época dos fatos) que tratava, especificamente, da administração de recursos de terceiros, estabelecendo que esta atividade podia (e pode) se dar de forma discricionária, com tomada de decisão de investimento pelo gestor, ou não discricionária, com tomada de decisão de investimento pelo contratante, no caso, pelo cotista beneficiário final do investimento realizado pelo Pacific FIRF CP nas debêntures emitidas pela RO Participações objeto do presente Processo Administrativo. ... Assim, a Gestora e o Recorrente, seu diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários à época dos fatos, ao assumirem a administração fiduciária e gestão dos recursos integrantes das carteiras do Pacific FIRF CP e do São Bento, o fizeram de forma não discricionária, sendo defeso ao Conselho da CVM ignorar tal realidade com vistas, exclusivamente, a uma condenação injusta e contrária aos fatos.

b) Do indevido juízo de valor a respeito do investimento feito pelo Fundo e dos limites da atuação fiscalizadora da CVM: ... no caso em tela, o que se percebe é que a CVM, ao condenar a Gestora e o Recorrente, muito embora negue, fê-lo com base numa avaliação particular sua sobre o mérito da decisão de investimento tomada por um investidor qualificado - o que, naturalmente, está completamente fora dos objetivos de proteção do mercado de capitais e é estranho às atividades da administração pública. ... Destaca-se que, por um lado, os fatos tratados no presente Processo Administrativo não se incluem dentre os casos amplamente divulgados na imprensa de possíveis "perdas por maus investimentos" realizados pela Postalis; e por outro, que à BNY Mellon, atuando na qualidade de administradora fiduciária e gestora não discricionária do Pacific FIRF CP cabia apenas verificar a adequação formal e processar as operações requeridas pelo Postalis - ao qual não é ilícito agora simplesmente alegar que não sabia do que se tratava e que foi prejudicado pela ação ou inação da BNY Mellon do Recorrente ou de quaisquer terceiros e esperar que este Conselho chamele suas más práticas de investimento gestão e governança. Isto posto demonstrado mais um erro da decisão condenatória: a indevida e irregular interpretação da CVM a respeito da aquisição da debêntures sob o prisma do mérito da decisão negociada tomada por e em nome do Fundo. Obviamente não cabe à CVM analisar o mérito de uma decisão de investimento.

c) Procedimentos adotados para análise do investimento: ... de acordo com as informações constantes dos autos, foram elaborados três (e não dois) relatórios de análise de crédito referentes às debêntures em discussão: (i) o primeiro anterior à aquisição das debêntures e que concluía desfavoravelmente à sua aquisição sem considerar contudo parcela de remuneração referente à participação nos lucros da Risk Office Consultoria Financeira Ltda. ('Risk Office); (ii) o segundo também anterior à aquisição das debêntures solicitado pelo Recorrente justamente para corrigir a omissão apontada no item anterior; e (iii) um terceiro datado de 31/10/2013 emitido pela Gestora por solicitação do Postalis e depois do término da relação jurídica entre o Recorrente e a BNY Mellon. ... Obviamente que essa era uma parcela considerável da remuneração, e que, portanto, seu simples descarte da análise afetava substancialmente o resultado do estudo realizado. Isso fica ainda mais claro ao analisar-se a declaração feita pelo Sr. Sérgio Battaglia, Chief Operating Officer da BNY Mellon à época, que aponta essa como a razão para que a conclusão do estudo tenha desfavorável à aquisição das debêntures: ... Tendo em vista, então, que esse primeiro estudo fora realizado desconsiderando parcela relevante da remuneração, resultando, portanto, em uma conclusão distorcida da realidade, o Recorrente solicitou a realização de um novo estudo para contemplar esses pontos deixados de lado na primeira avaliação, antes da aquisição das debêntures. ... o resultado do novo estudo realizado a pedido do Recorrente, antes da aquisição das debêntures, frise-se, para que a análise considerasse aspectos como resgate antecipado e participação nos dividendos da companhia investida concluiu que a emissão estava compatível com o risco da operação, recomendando o investimento. E foi justamente com base nessa avaliação que o investimento foi aprovado. ... Além disso, o acerto na decisão investimento foi confirmado pelo relatório de rating do ativo, elaborado pela LF Rating que classificou as debêntures na categoria "A-" (baixo risco de inadimplemento), como já indicado acima ... Infelizmente, como o Recorrente não teve mais acesso a qualquer documento da BNY Mellon após seu período com diretor da empresa, não tinha possibilidade de produzir qualquer prova acerca da existência de um estudo anterior à aquisição das debêntures pelo Fundo que recomendou esse investimento. Essa prova somente pode(ria) ser produzida pela própria BNY Mellon, que se não o fez foi por que preferiu, por incompetência ou estratégia, atacar o Recorrente de forma desmesurada depois de desliga-lo de suas funções

em 17 de outubro de 2013 (portanto, antes da elaboração do terceiro relatório, elaborado por solicitação do cotista). Vale ressaltar que após o afastamento do Recorrente, este se viu sem qualquer acesso às informações, e-mails, documentos, sistemas e/ou dependências físicas da BNY Mellon. ... Assim, é razoável supor que este contexto inquisitorial e de "caça às bruxas" instaurado na BNY Mellon após o afastamento do Recorrente influenciou negativamente o depoimento prestado pelo Sr. Sérgio Battaglia, citado na sentença indevidamente como base da condenação. ...

d) Da impossibilidade de responsabilização do Recorrente: ... Esta imputação ao Recorrente, à época diretor da BNY Mellon, de penalidade administrativa idêntica às penalidades eventualmente cabíveis às instituições atuantes como administradora fiduciária e gestora não discricionária do Pacific FIRF CP; (a) sem qualquer comprovação de conduta específica e culposa por parte do Recorrente; e (b) sem qualquer reflexão sobre qual seria o fundamento jurídico para esta imputação de responsabilidade administrativa na esfera pessoal do Recorrente, está em total e completo desacordo com ordenamento jurídico e regulatório brasileiro. Assim se afirma porque o direito administrativo sancionador brasileiro não reconhece nenhum dos possíveis "fundamentos" para esta tese, adotada pela CVM de "extensão" automática de responsabilidade administrativa ao diretor de uma sociedade empresária. Haja vista que no ordenamento jurídico brasileiro (a) as pessoas jurídicas são passíveis de responsabilização na esfera administrativa; (b) não existe responsabilidade solidária na esfera administrativa; (c) não existe imputação de responsabilidade administrativa sem comprovação de culpa do acusado; e (d) falhas operacionais pontuais não são suficientes para gerar descumprimento do dever de diligência do diretor da empresa. ... Assim, quando um diretor de uma pessoa jurídica age dentro dos limites das funções para as quais foi nomeado, tal como o Recorrente nos fatos objeto do presente Processo Administrativo, ele atua como órgão da sociedade, ou seja, como parte integrante da estrutura necessária para manifestação da vontade social expressa nos atos constitutivos da sociedade titular de empresa. A vontade que se manifesta por meio dos atos da administração é a vontade da sociedade, jamais a do próprio administrador. ... A leitura dos esclarecimentos doutrinários ... descritos permite chegar a duas importantes conclusões: (a) está afastada qualquer validade jurídica em se alegar, tal como fez o CVM, que o Recorrente, agindo na qualidade de diretor responsável pela administração de carteiras, teria que ser responsabilizado por fatos imputados à BNY Mellon no presente Processo Administrativo porque a gestora não discricionária dos fundos de investimento Pacific FIRF e São Bento seria carente de vontade própria; e (b) a área técnica da BNY Mellon reviu seu posicionamento em relação à aquisição das debêntures após levar em consideração todas as características de remuneração previstas na escritura de emissão das debêntures (especialmente a participação de 10% nos lucros da RO Participações, empresa com boa reputação à época dos fatos e cuja emissão contou com rating "A-"), a vontade da pessoa jurídica foi eficazmente manifestada. ... Depois de esclarecido que uma pessoa jurídica, tal como a BNY Mellon, tem vontade própria exercida por meio de seus órgãos de administração, pode-se abordar outra concepção equivocada utilizada pelo Termo de Acusação para simplesmente "desconsiderar" as instituições administradora fiduciária e gestora não discricionária, pessoas jurídicas, e tentar imputar responsabilidade administrativa diretamente ao Recorrente: a tese de que o diretor de uma empresa seria um centro de imputação de responsabilidades. ... O diretor responsável pela administração de carteiras não pode ser punido, única e exclusivamente, por ter estado no exercício das funções de diretor do BNY Mellon. Aceitar que um diretor, órgão da estrutura da sociedade, poderia vir a ser punido por que seria um "centro de imputação" de responsabilidade é fazer do ocupante do cargo de diretor um alvo, um responsável à procura de uma condenação, o que viola frontalmente os princípios da legalidade, presunção de inocência e razoabilidade existente em um estado democrático de direito. ... o diretor de uma empresa tem o direito de confiar no trabalho que é desenvolvido por outros profissionais da empresa e nas informações que estes lhe prestam. Pois, se não faz sentido imaginar que apenas um único profissional, no caso o Recorrente, pudesse planejar, organizar, coordenar e dirigir diretamente o trabalho de uma organização com mais de 500 (quinhentos) profissionais no Brasil e integrante de um dos maiores conglomerados financeiros do mundo, ... Sendo assim, acreditar que o Recorrente teria obrigação legal de refazer todas as contas, apurar a aplicação de todas as metodologias e procedimentos adotados pela área técnica da BNY Mellon é completamente descabido. Não apenas por que seria humanamente impossível (para o Recorrente ou qualquer outra pessoa), mas por que a concentração de responsabilidades em um único profissional, no caso, o Recorrente, contraria toda a lógica de divisão social do trabalho, da especialização profissional e da profissionalização da administração empresarial.

e) ... Diante de todo o exposto acima, o Recorrente requer seja acolhido e provido o presente recurso, de sorte que a decisão condenatória do Colegiado da CVM em face do Recorrente seja terminantemente reformada e afastada. Subsidiariamente, caso não seja esse o entendimento desse Conselho, o que somente admite para argumentar, requer seja ao menos reduzida a penalidade imposta ao Recorrente, considerando todas as peculiaridades fáticas e jurídicas atinentes ao presente processo.

(ii) Recurso de BNY MELLON ADMINISTRAÇÃO DE ATIVOS LTDA:

a) Contornos dos Deveres de Diligência e de Lealdade do Administrador e Gestor de Fundos de Investimento: ... o exame do cumprimento do dever de diligência do gestor de fundos de investimento deve ser efetuado levando-se em consideração o contexto em que as operações analisadas se inseriam e a conduta que, razoavelmente, poderia se esperar de um gestor competente que estivesse ocupando sua função. ... Como se pode depreender do entendimento da própria CVM, não havendo intenção manifesta do gestor de agir na busca de interesses pessoais ou de terceiros, em prejuízo dos interesses do fundo e dos cotistas - sendo imprescindível a prova do dolo -, a análise das decisões negociais deve seguir tão somente os parâmetros aplicáveis ao dever de diligência, não cabendo a imputação de violação ao dever de lealdade. Além disso, se as características do caso demonstrarem inexistir decisão interessada por parte do gestor, cabendo apenas a atribuição de eventual descumprimento do dever de diligência, a CVM não está autorizada a adentrar no mérito da decisão negociai, devendo-se limitara avaliar o processo de tomada de decisão. ... Concretamente, no caso do Pacific, de acordo com a prática amplamente adotada pelo mercado no âmbito de fundos exclusivos, havia influência direta do Postalís nas decisões de investimento¹⁹. Vale dizer, a indicação de investimento nas Debêntures foi efetuada pelo próprio investidor - o Postalís -, tendo em vista a sua qualificação e a própria natureza do Pacific como um fundo exclusivo. ... Com a devida vênia, a existência ou não de processo formal de interferência do Postalís na formação da decisão de investimento do Fundo não tem relevância para a análise do cumprimento do dever de lealdade do Recorrente, pois a forma como a decisão de investimento foi tomada não é o bem jurídico tutelado por este dever, importando apenas para o cumprimento do dever de diligência. ... Como se verifica, ao contrário do que afirma a decisão recorrida, no momento da aquisição das Debêntures, havia informações disponíveis sobre a situação financeira da RiskOffice que permitiam que fossem feitas análises a respeito da solvência da emissora, da remuneração variável e também das garantias previstas na escritura. ... o entendimento contido na decisão recorrida de que o BNY Mellon Ativos não teria cumprido com seu dever de lealdade não deve prosperar, uma vez que: (i) o dever de lealdade pressupõe a existência de uma atuação do gestor com vistas à realização de interesses próprios ou de terceiros, em detrimento dos interesses do fundo e de seus cotistas, o que não está comprovado nos autos do Processo e sequer é alegado no Termo de Acusação ou na decisão recorrida; (ii) o Postalís, na condição de investidor qualificado e cotista exclusivo do Pacific, tinha manifesto interesse na realização da operação, tendo, inclusive, aportado recursos com esse específico propósito, razão pela qual pode-se afirmar que a atuação do gestor se deu de acordo com sua vontade e interesse; (iii) os fundamentos em que se baseou a condenação, ainda que fossem procedentes, estão relacionados a uma eventual violação do dever de diligência do Recorrente, não de seu dever de lealdade e, nessas circunstâncias, não cabe à CVM a análise do mérito da operação de aquisição das Debêntures; (iv) a taxa de retorno das Debêntures estava de acordo com os padrões médios praticados no mercado à época; e (v) a conduta adotada pelo Recorrente na avaliação do risco envolvido na operação ora analisada estava de acordo com o contexto em que ela foi realizada.

b) Inexistência de Descumprimento do Dever de Lealdade por Parte do BNY Mellon Ativos na Qualidade de Gestor do Pacific: ... o Colegiado da CVM condenou o BNY Mellon Ativos, na qualidade de gestor do Fundo, à pena de multa pecuniária no montante de R\$ 7.200.000,00 (sete milhões e duzentos mil reais), por suposto descumprimento do dever de lealdade previsto no artigo 55-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004, no processo de aquisição das Debêntures para a carteira do Pacifico Entretanto, cotejando-se a conduta adotada pelo BNY Mellon Ativos no processo decisório que culminou com a aquisição das Debêntures pelo Fundo com os contornos do dever de lealdade estabelecidos na própria jurisprudência da CVM, não há como se extrair qualquer atitude do Recorrente que caracterize um ato desleal em relação ao Pacific e ao seu Cotista Exclusivo. De acordo com os diversos precedentes da CVM, o descumprimento do dever de lealdade pressupõe que o gestor aja buscando o atendimento de interesse próprio ou de terceiros, em detrimento do interesse do fundo e de seus cotistas. Ou seja, segundo a expressão utilizada nas próprias decisões da CVM, deve-se necessariamente estar diante de uma "decisão interessada", caso contrário a análise da autarquia deve se limitar aos parâmetros do dever de diligência, hipótese em que estão vedadas avaliações quanto ao mérito da decisão negocial. No presente caso, não há qualquer comprovação nos autos - e nem sequer menção no Termo de Acusação ou na decisão recorrida - de que o BNY Mellon Ativos, ao autorizar a aquisição das Debêntures para a carteira do Fundo, tenha agido visando ao benefício próprio ou de terceiros. ... Assim, no âmbito do Processo, a exame do cumprimento do dever de lealdade por parte do BNY Mellon Ativos deve necessariamente considerar o fato de que o Fundo tinha como cotista exclusivo o Postalís, investidor altamente qualificado¹⁶, apto a conhecer os riscos atrelados a ativos de crédito privado e que estava inequivocamente ciente da aquisição das Debêntures. ... A

própria CVM, ao regular o tema, definiu os fundos exclusivos como aqueles destinados a investidores profissionais, constituídos para receber aplicações exclusivamente de um único cotista (artigo 111-A, da Instrução CVM nº 409/04, reproduzido pelo artigo 130 da Instrução CVM nº 555/2014). Tal distinção existe justamente para permitir o tratamento diferenciado que deve ser dispensado às diferentes categorias de fundos e investidores. ... Tanto isso é verdade que, menos de dois anos após a aquisição das Debêntures pelo Pacific, o Postalís solicitou, no âmbito da sua própria carteira, a aquisição das debêntures de emissão da XNice Participações S.A. ("XNice"), cuja estrutura de emissão era muito semelhante à das Debêntures, conforme também reconhecido no Termo de Acusação (fl. 392 dos autos do Processo). Cabe ressaltar que o procedimento de aquisição das debêntures da Xnice iniciou-se com a solicitação do Postalís de resgate de parte de sua participação no São Bento Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Multimercado ("São Bento"), cotista exclusivo direto do Pacific, mediante a entrega das Debêntures de emissão da RO Participações. ... Para fins do dever de lealdade, importa somente que o Postalís tinha manifestado evidente interesse em que as Debêntures fossem adquiridas pelo Fundo, conforme demonstrado acima, de modo que não há que se falar em atuação do BNY Mellon Ativos em detrimento aos interesses do Cotista Exclusivo e, conseqüentemente, não ficou caracterizada qualquer violação ao dever de lealdade pelo Recorrente. ... Ao permitir a participação do Postalís na decisão de investimento, mesmo na ausência de previsão no Regulamento do Fundo de um comitê de investimento, o Recorrente adotou prática que à época não era tida como vedada no âmbito do mercado, de modo que não poderia ser hoje responsabilizado por isso. ... Contudo, não cabe à CVM analisar a conveniência da aquisição das Debêntures pelo Fundo. A propósito, a própria autarquia já decidiu que não é permitido ao órgão regulador fazer considerações sobre o mérito das decisões de investimento ou sobre a qualidade da estratégia adotada pelo administrador de carteiras quando ele age amparado no Regulamento do fundo e quando não se configura atuação desleal de sua parte, mesmo se o resultado dessas decisões ocasionar elevados prejuízos para o fundo, in verbis: ... Também não procede a afirmação contida no voto do Diretor Relator de que a decisão de adquirir as Debêntures consubstanciaria violação do dever de lealdade do BNY Mellon Ativos por existirem ativos similares disponíveis no mercado com melhores relações de retomo financeiro em relação ao respectivo risco. A relação risco/retomo consiste em um dos critérios a serem adotados nas decisões de investimento em títulos de crédito privado, porém não é o único nem pode ser necessariamente determinante para a realização da operação a ponto de não poder haver a escolha por ativos que eventualmente apresentem relação risco/retorno menos favorável do que outros. ... De qualquer modo, no presente caso, ao contrário do que sugeriu a decisão recorrida, o retorno das Debêntures - que consistia em uma taxa de juros de 6,5% (seis vírgula cinco por cento) acrescida da variação ao IPCA²¹ (independentemente da parcela de remuneração atrelada à participação nos lucros da RiskOffice) -, comparativamente com debêntures de características semelhantes àquelas emitidas pela RO Participações, inclusive no que se refere aos prazos de vencimento²², estava próximo à taxa de juros média praticada no mercado à época, qual seja, 6,89% (seis vírgula oitenta e nove por cento) (fls. 513-514 dos autos do Processo). Em relação aos riscos envolvidos na operação, o próprio Ofício-Circular CVM/SIN nº 0612014, mencionado no Termo de Acusação, reconhece que a verificação do cumprimento do dever de diligência do gestor está condicionada "à análise das situações fáticas relativas aos investimentos de cada fundo", conforme trecho transcrito abaixo: "**Assim, a análise do cumprimento do dever de diligência** previsto no inciso I do art. 65-A da Instrução CVM nº 409/04 **só pode ser feita caso a caso. Algumas das práticas apresentadas abaixo não são aplicáveis ou precisam ser adaptadas em determinadas situações.**" (grifamos) [grifo do autor] ... Conclui-se, portanto, que o entendimento contido na decisão recorrida de que o BNY Mellon Ativos não teria cumprido com seu dever de lealdade não deve prosperar, uma vez que: (i) o dever de lealdade pressupõe a existência de uma atuação do gestor com vistas à realização de interesses próprios ou de terceiros, em detrimento dos interesses do fundo e de seus cotistas, o que não está comprovado nos autos do Processo e sequer é alegado no Termo de Acusação ou na decisão recorrida; (ii) o Postalís, na condição de investidor qualificado e cotista exclusivo do Pacific, tinha manifesto interesse na realização da operação, tendo, inclusive, aportado recursos com esse específico propósito, razão pela qual pode-se afirmar que a atuação do gestor se deu de acordo com sua vontade e interesse; (iii) os fundamentos em que se baseou a condenação, ainda que fossem procedentes, estão relacionados a uma eventual violação do dever de diligência do Recorrente, não de seu dever de lealdade e, nessas circunstâncias, não cabe à CVM a análise do mérito da operação de aquisição das Debêntures; (iv) a taxa de retorno das Debêntures estava de acordo com os padrões médios praticados no mercado à época; e (v) a conduta adotada pelo Recorrente na avaliação do risco envolvido na operação ora analisada estava de acordo com o contexto em que ela foi realizada.

c) **Impossibilidade de se Fixar a Multa Com Base no Valor de Aquisição das Debêntures:** ... o cálculo do valor da multa com base no montante da operação ou emissão irregular, para efeitos do que dispõe o inciso II do artigo 11, §1º, da Lei nº 6.385/1976, apenas pode ser feito quando a operação, por si mesma,

constituir o ilícito que tenha conduzido à condenação da penalidade pecuniária. No presente caso, o suposto ilícito que levou à condenação do BNY Mellon Ativos constitui somente a pretensa violação do dever de lealdade pelo Recorrente, na qualidade de gestor do Pacific, ao adquirir as Debêntures para a carteira do Fundo, mas a operação de emissão de Debêntures não caracteriza, em si, qualquer ilegalidade.

d) **Existência de Circunstâncias que Devem Ser Consideradas Como Atenuantes na Fixação da Multa Aplicada ao Recorrente:** ... As medidas que foram adotadas pelo BNY Mellon Ativos visando a aprimorar os processos e os controles de seus serviços, que vigoraram até a finalização do processo de descontinuação de suas atividades, chegaram a apresentar efetivos reflexos em questões relacionadas aos fatos objeto do presente Processo. Tais fatos não podem ser simplesmente ignorados na fixação da pena de multa aplicada ao Recorrente, pois denotam a evidente atuação de boa-fé do BNY Mellon Ativos visando ao cumprimento de seus deveres fiduciários na qualidade de gestor de fundos de investimento, o que certamente deve ser considerado como circunstância atenuante no cálculo da dosimetria da pena.

e) **CONCLUSÃO E PEDIDOS:** Diante de todo o exposto, requer o Recorrente seja: a) reformada integralmente a decisão recorrida, absolvendo-se o Recorrente da condenação imposta pela CVM; b) caso assim não se entenda, o que somente se admite a título de argumentação, seja reduzido o excessivo valor da multa aplicada ao Recorrente em função da suposta violação ao artigo 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004, observando-se como critério o limite máximo de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) previsto no inciso I do § 1º do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, com a redação vigente à época dos fatos, tendo em vista a impossibilidade de a multa ser fixada com base no valor de operação cuja regularidade não constitui o objeto da acusação contra o ora Recorrente e da existência de circunstâncias atenuantes.

PARECER PGFN

6. Após início da análise do processo, foi solicitada manifestação da PGFN quanto às seguintes controvérsias jurídicas:

- (i) Recorrente JOSÉ CARLOS LOPES XAVIER DE OLIVEIRA (fl. 635):
 - a) Da gestão não discricionária e da impossibilidade de interferência da CVM (fl. 637)
- (ii) Recorrente BNY MELLON ADMINISTRAÇÃO DE ATIVOS LTDA (fl. 653):
 - a) Contornos dos Deveres de Diligência e de Lealdade do Administrador e Gestor de Fundos de Investimento (fl. 656)
 - b) Impossibilidade de se Fixar a Multa Com Base no Valor de Aquisição das Debêntures (fl. 667):
 - c) Existência de Circunstâncias que Devem Ser Consideradas Como Atenuantes na Fixação da Multa Aplicada ao Recorrente:
- (iii) eventuais temas que considere relevantes para melhor análise dos Recursos apresentados,

7. Em atendimento da demanda, a PGFN elaborou o Parecer PGFN/CAF/NUCAF/CRSFN nº 86/2019 (docs. SEI/MF 4544249 e 4736943), no qual analisa as controvérsias e, resumidamente, expressa posicionamento de que *"... os argumentos veiculados nos recursos são insuficientes para infirmar a decisão proferida pelo Colegiado da CVM. Nesse sentido, não se identificam motivos de fato ou razões de direito para o provimento dos apelos"*.

É o relatório.

Antonio Augusto de Sá freire Filho – Conselheiro Relator.



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 03/12/2019, às 15:51, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **4269157** e o código CRC **E8665661**.



**MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

Processo 10372.100005/2019-85

Processo na primeira instância CRSFN-CVM RJ2015/12087

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: BNY MELLON ADMINISTRAÇÃO DE ATIVOS LTDA.
JOSÉ CARLOS LOPES XAVIER DE OLIVEIRA

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ANTONIO AUGUSTO DE SÁ FREIRE FILHO

EMENTA: RECURSOS VOLUNTÁRIOS. Irregularidades na administração de fundos de investimento. Operações irregulares no mercado de valores mobiliários. Recursos conhecidos e desprovidos.

VOTO DO RELATOR

I- DO OBJETO

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (PAS) instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários-CVM para apurar as responsabilidades da BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (“BNY Administradora” ou “Administradora”), da BNY ADMINISTRAÇÃO DE ATIVOS LTDA. (“BNY Gestora” ou “Gestora”) e de José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, diretor responsável de ambas as instituições pelas atividades de administração do Pacific Fundo de Investimento Renda Fixa Crédito Privado, em razão da suposta violação dos deveres fiduciários estabelecidos no art. 65-A da Instrução CVM nº 409/2004.

2. O PAS resultou na seguinte Decisão, por unanimidade, conforme Extrato do Julgamento:

1. Aplicar à BNY Administração de Ativos Ltda. a penalidade de multa pecuniária de R\$ 7.200.000,00, equivalente a 10% do valor da operação irregular;
2. Aplicar a José Carlos Lopes Xavier de Oliveira a penalidade de inabilitação, pelo prazo de três anos, para o exercício do cargo de administrador, ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; e
3. Absolver a BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. e José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, na qualidade de diretor responsável daquela instituição, da acusação de infração ao art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04.

3. Vale destacar que a decisão absolutória não será analisada, tendo em vista que o Julgamento da CVM foi realizado em 24/07/2018 e o Regimento Interno do CRSFN prevê que apenas os Recursos de Ofício das Decisões proferidas até 27/02/2016 deverão ser julgados pelo CRSFN.

II- PRELIMINARES

4. Não se identifica óbice algum quanto à admissibilidade dos Recursos Voluntários, tendo em vista que foram apresentados tempestivamente. Intimados da Decisão da CVM em 04 e 05/09/20118 (fls. 631/632), os Recorrentes apresentaram Recursos Voluntários em 03 e 04/10/2018 (fls. 635 e 652).

5. Além disso, entendo que os documentos trazidos aos autos evidenciam que não houve prescrição, intercorrente ou ordinária. A seguir, listo conjunto de fatos/documentos que comprovam este posicionamento:

- (i) 28/11/2012 - Operação analisada;
- (ii) 18/11/2015 - Termo de acusação (fls. 1/26);
- (iii) 17/12/2015 - Termo de Acusação com Aditamento (fls. 378/404);
- (iv) 24/07/2018 - Decisão da CVM (fl. 616);
- (v) 21/12/2018 - Remessa pela CVM ao CRSFN (fl. 694);
- (vi) 29/04/2019 - Distribuição no CRSFN (doc. SEI/MF nº 2221996);
- (vii) 29/10/2019 - Parecer PGFN (doc. SEI/MF nº 4544249).

III- MÉRITO

6. Relativamente ao mérito, entendo que o PAS e a Decisão não carecem de reparos. O processo traz um conjunto substancial de elementos que apontam a autoria e materialidade das irregularidades.

7. A respeito, incorporo o Voto do Diretor-Relator da CVM, nos termos do § 1º do art. 50 da lei nº 9,784/99, cujos trechos transcrevo, resumidamente, a seguir:

...

I.1 – Da responsabilidade da BNY Gestora pelo investimento

...

13. Resta, assim, incontroverso que a BNY Gestora era, nos termos do regulamento e da legislação vigente, a pessoa habilitada a decidir sobre a aplicação dos recursos que compunham a carteira do Fundo Pacific. E nesse ponto não importa se os cotistas são qualificados, profissionais ou de varejo, pois, em qualquer cenário, cabe ao gestor desincumbir-se de seus deveres contratuais e regulamentares.

14. Aliás, sendo o cotista único entidade fechada de previdência complementar, era de se esperar que a gestora e o seu diretor responsável fossem especialmente ciosos de suas responsabilidades perante o Fundo, uma vez que tinham recebidos recursos que, em última análise, pertenciam a milhares de trabalhadores, pensionistas e aposentados. Nessa direção, subscrevo as palavras proferidas, em outro julgamento, pelo Diretor Gustavo Borba:

...

15. Ademais, não se pode aceitar a alegação de que a ordem de subscrição tenha partido do cotista Postalís, haja vista os controles e salvaguardas previstas na regulamentação para evitar a movimentação da custódia dos ativos dos fundos de investimento por terceiro estranho à sua administração. Nessa direção, o art. 59, parágrafo único, inciso I, da mencionada Instrução 409 exigia a estipulação, nos contratos de custódia, de cláusula que prevísse “que somente as ordens emitidas pelo administrador, pelo gestor ou por seus representantes legais ou mandatários, devidamente autorizado, podem ser acatadas pela instituição custodiante”.

16. Desse modo, ainda que se admitisse que o Postalís tivesse sugerido ou solicitado a subscrição das debêntures – o que sequer restou demonstrado nos autos, a decisão de aplicar R\$ 72.000.000,00 do Fundo Pacific nesse investimento somente poderia ter partido da BNY Gestora, que, repita-se, era a gestora autorizada pelo Regulamento a negociar os ativos financeiros do Fundo.

17. Convém observar que a regulamentação vigente à época dos fatos admitia, desde que preenchidas determinadas condições, que a entidade fechada de previdência complementar desempenhasse a gestão dos fundos de que fosse cotista único.⁶ No entanto, no caso do Fundo Pacific, não foi esse o arranjo escolhido pelas partes envolvidas, que, em vez disso, optaram por atribuir a gestão à BNY Gestora, que, dessa forma, figurava como única responsável pelas decisões do Fundo.

...

23. De mais a mais, a versão de José Carlos de que a responsabilidade cabia apenas ao Postalís é contraditória com os fatos apurados neste processo. Refiro-me ao episódio ocorrido em 2014 (fls. 233 a 263) no qual o Postalís solicitou à Gestora que adquirisse para a carteira do Pacific debêntures emitidas pela sociedade XNice Participações S.A. Após avaliar o investimento e identificar diversas fragilidades, a Gestora negou-se a efetuar a operação para o Fundo Pacific, por considerá-la prejudicial ao Fundo. A meu ver, essa recusa comprova, definitivamente, que a BNY Gestora tinha plena consciência da autonomia de que dispunha para gerir a carteira do Fundo. Em suma, era sua a responsabilidade pelas decisões de investimento do Fundo Pacific.

I.2 – Dos limites da atuação fiscalizadora da CVM

...

28. ... importa esclarecer que a CVM tem o dever de verificar se, ao tomar determinada decisão de investimento, o gestor agiu em conformidade com os deveres fiduciários que lhe são impostos pela regulamentação vigente. Não se trata, nesses casos, de fazer um juízo de valor sobre a qualidade do trabalho do gestor, mas de averiguar se há razões objetivas para entender que ele não agiu com

a diligência devida, por ter deixado de adotar algum cuidado impositivo antes de consumir a operação, ou que ele cometeu deliberadamente um ato desleal, em detrimento dos interesses dos cotistas. Caso surjam essas evidências, a área técnica tem não só o poder como o dever de apurar as responsabilidades dos infratores, de modo a disciplinar o mercado e inibir a reiteração de comportamentos assemelhados.

...

II – Do exame da conduta da BNY Gestora

II.1 – Incompatibilidade das características das debêntures com as condições usuais de mercado

34. Passo então ao exame da conduta da BNY Gestora por ocasião da decisão de subscrição das debêntures emitidas pela ROPart. Nesse tocante, o primeiro ponto destacado pela SIN diz respeito às características das debêntures subscritas pelo Fundo Pacific, as quais apresentavam uma relação de retorno financeiro sobre risco destoante daquela observada em ativos similares disponíveis no mercado. Nessa direção, com base nos dados divulgados pela ANBIMA, a acusação ressalta que, ao tempo dos fatos apurados neste processo, a remuneração fixa atrelada às debêntures, equivalente a IPCA + 6,5%, era inferior ao de outros títulos com prazo igual ou até mesmo menor.¹³ De outra parte, os títulos com remuneração semelhante apresentavam prazo significativamente inferior ao das debêntures, que, como já mencionado, era de 15 anos.¹⁴

35. Ademais, a SIN critica o fato de o investimento ter sido realizado sem a prévia análise da capacidade de geração de caixa da emissora ROPart ou da Risk Office. Desse modo, não estava disponível qualquer elemento que permitisse avaliar objetivamente a capacidade de solvência da emissora nem o retorno financeiro que se poderia esperar da cláusula da escritura de emissão que previa, em alternativa aos juros de IPCA + 6,5%, remuneração variável correspondente a 10% da participação nos lucros da Risk Office.

36. Essa deficiência é destacada pelo estudo técnico, denominado “Relatório de análise da emissão da debênture RO Participações S.A.”, que a BNY Administradora elaborou, antes da efetivação da subscrição, a pedido da BNY Gestora. Nesse documento, a BNY Administradora declarou que a referida remuneração variável havia sido desconsiderada em sua análise em razão, justamente, da ausência de dados que permitissem estimar o fluxo de caixa esperado. Assim se lê no referido parecer:

“Observamos que nessa análise desconsideramos a parcela referente a participação de até 10% nos lucros da Risk Office dado que não nos foi apresentado uma previsão de fluxo de caixa que fundamente uma estimativa deste prêmio” (fls. 280).

37. A ausência da prévia análise dos fluxos de caixa também coloca em xeque as garantias constituídas em favor do Fundo Pacific, vez que baseadas, exclusivamente, na saúde financeira das sociedades envolvidas. De fato, o exame da capacidade da ROPart em gerar resultado é imprescindível para a avaliação da segurança creditícia efetivamente proporcionada pela alienação fiduciária em garantia constituída sobre as ações integrantes de seu capital social. Do mesmo modo, a cessão fiduciária de créditos depende, fundamentalmente, do exame da estimação do fluxo de dividendos que a ROPart poderia esperar receber da Risk Office.

38. Os Acusados, contudo, sustentam que as condições de risco e retorno financeiro das debêntures estavam em sintonia com as de ativos similares disponíveis no mercado. Em relação ao vencimento de 15 (quinze) anos, alegam que 34,7% das debêntures emitidas entre 1.10.2012 e 30.10.2012 tiveram prazo médio de vencimento igual ou superior a 10 anos. Quanto à remuneração, afirmam que a taxa de juros estipulada, equivalente a 6,5% mais IPCA, estava próxima à média praticada no mercado à época, que era de 6,89%.

39. O argumento, porém, não procede. Não se pode avaliar o retorno financeiro atrelado ao título separadamente do seu duration. Ao contrário, o que importa é relação entre esses dois fatores, pois, como todos sabem, a remuneração ajustada no instrumento deve ser compatível com o seu nível de risco, o qual aumenta conforme o alongamento dos prazos de pagamento das prestações devidas.

40. Nesse tocante, portanto, a análise desenvolvida pela SIN não merece reparos. Como já exposto, as debêntures emitidas pela ROPart pagavam juros inferiores aos observados em títulos com prazo semelhante disponíveis no mercado. Significa dizer, por outras palavras, que, ao realizar o investimento, o Fundo Pacific passou a correr, injustificadamente, riscos que não foram devidamente remunerados.

41. Ainda esse respeito, os Acusados apresentam três argumentos adicionais. O primeiro é que a avaliação do retorno financeiro das debêntures não poderia ser feita sem levar em conta também a remuneração variável, equivalente a 10% da participação da emissora nos lucros da Risk Office. No entanto, quanto a esse ponto, já foi visto que essa remuneração variável era desprovida de substância econômica, uma vez que não estava amparada em qualquer análise quanto à estimativa de geração de caixa por parte da referida sociedade. Desse modo, não era dado à BNY Gestora avaliar se a Risk Office teria capacidade de gerar resultado em montante suficiente para compensar o risco incorrido em razão do prazo longo da dívida. A falta dessa evidência, repita-se, levou à BNY Administração a desconsiderá-la no seu estudo técnico sobre o investimento.

42. O segundo é que a decisão de investimento foi baseada em relatório de rating, que atribuiu às debêntures a nota “A-”. No entanto, as provas dos autos tornam inconteste que o argumento não é verdadeiro, pois a classificação de risco, a que se refere a defesa, foi elaborada em março de 2013, conforme se verifica das fls. 80 a 87, ou seja, meses depois de a subscrição ter sido efetuada. Aliás, o acima mencionado “Relatório de análise da emissão da debênture RO Participações S.A.”, preparado pela

BNY Administração previamente à tomada de decisão, destacava a ausência de rating a respeito da emissão (fls. 283).

43. Sendo posterior à operação, o mencionado relatório de rating é indiferente para a análise do processo de decisão de investimento. É irrelevante, em outras palavras, para avaliar se, conforme sustenta a acusação, a BNY Gestora faltou com seus deveres fiduciários ao subscrever, em nome do Fundo Pacific, as referidas debêntures.

44. Nada obstante, vale observar que o relatório contém erros grosseiros, que colocam em xeque a sua credibilidade. Em particular, o relatório mencionava a existência de garantia fidejussória vinculada às debêntures, descrita como “aval dos sócios controladores da ROPart e acionistas garantidores nos termos da Escritura”.

45. No entanto, tal garantia não existia, como reconhecido pela própria emissora, em manifestação dirigida à CVM em 6.5.2014,15 com o seguinte teor:

“Ainda que conste no Relatório Definitivo de Rating elaborado pela LFRating a existência de aval pelos sócios controladores, a estrutura de garantia da emissão de debêntures é consubstanciada nos instrumentos disponibilizados no item 5 acima e não contempla aval pelos sócios controladores da ROPart”

46. Cuida-se, portanto, de informação inverídica, destinada a revestir o crédito de aparente robustez, elevando, indevidamente, a classificação de risco. Aliás, no relatório de revisão de rating emitido em 29.5.2014 (fls. 213 a 226), que rebaixou as debêntures para “BB”,16 a menção à suposta garantia pessoal foi suprimida.

47. Outro argumento diz respeito ao fato de a decisão de investimento não se pautar apenas na análise do risco e do retorno financeiro do título, já que a relação risco/retorno representa apenas um dos critérios a serem adotados nas decisões de investimento em títulos de crédito privado. A defesa sustenta que tal critério não pode ser determinante para realização de uma operação, pois, desta forma, apenas os ativos com as melhores taxas poderiam ser negociados, tornando todos os demais ilíquidos.

48. Ao menos em tese, o argumento parece fazer algum sentido, mas, no presente caso, não passa de alegação vazia. Afinal, os Acusados não souberam apresentar qualquer justificativa plausível para a aquisição das debêntures emitidas pela ROPart, que pudesse superar os diversos inconvenientes desse investimento. Os Acusados se atêm a sustentar que, do ponto de vista financeiro, a subscrição era interessante para o Fundo Pacific, mas, pelas razões já apontadas, essa alegação não procede, já que, em verdade, as debêntures apresentavam características fora das condições usuais de mercado, que fizeram o Fundo Pacific incorrer riscos desnecessários, que não foram devidamente remunerados.

49. Por fim, a defesa argumenta que a área técnica teria analisado a operação à luz dos procedimentos estabelecidos no Ofício-Circular CVM/SIN nº 06/2014, os quais, contudo, são posteriores à aquisição das debêntures da ROPart.

50. Ocorre que tal Ofício não trouxe qualquer nova obrigação ao gestor, tendo sido mencionado apenas para ilustrar os cuidados recomendados na aquisição de títulos de crédito privados. Assim se lê na conclusão do Termo de Acusação:

“Em que pese o OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 6/2014 (fls. 267-280), acima citado, ser posterior à operação aqui analisada, sua edição não teve o intuito de, e nem poderia, criar regras, mas sim esclarecer quais os procedimentos mínimos que exemplificavam as formas de cumprimento do dever de diligência disposto no art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409.”

51. Vale dizer, portanto, que a Acusação não está baseada no descumprimento das orientações contidas no referido Ofício. Encontra-se, ao reverso, amparada nas diversas evidências de que nenhuma diligência foi realizada pelos Acusados para verificar a adequação entre o retorno financeiro e o perfil de risco das debêntures, considerando, inclusive, os demais títulos disponíveis para investimento no mercado. Trata-se de conduta sabidamente reprovável, que, por evidente, não exigia qualquer orientação prévia por parte desta autarquia.

II.2 Custos de emissão exorbitantes

52. Outro aspecto da operação que, segundo a acusação, foi ignorado pela BNY Gestora, apesar de ser problemático, diz respeito ao suposto vulto dos custos de emissão. Dos R\$ 72.000.000,00 (setenta e dois milhões de reais) desembolsados pelo Fundo Pacific somente R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais) foram efetivamente destinados à subscrição das debêntures e, por consequência, ao objetivo do financiamento, que, como mencionado, era a aquisição de 30% da Risk Office.

53. Conforme estabelecido na Cláusula 3.5. da escritura de emissão das debêntures, os R\$ 12.000.000,00 (doze milhões de reais) restantes foram destinados ao pagamento dos custos de emissão, que incluíam, entre outras despesas, o pagamento de consultorias. Assim se lê na referida Cláusula (fls. 42):

...

54. Quando instada a se manifestar, a emissora esclareceu que, em verdade, os custos atingiram o montante total de R\$ 13.181.741, equivalente a 18% do valor total da operação, dos quais R\$ 11.536.000 foram destinados ao pagamento de consultorias (fls. 193 a 197).

55. Por sua vez, a equipe de inspeção da CVM procedeu à comparação desses custos com aqueles usualmente observados em outras distribuições públicas de debêntures, tendo elaborado, para esse fim, o seguinte quadro:

Debêntures	Data de emissão	Total da emissão (R\$)	Custo da emissão (R\$)	% em relação ao valor total da emissão
Companhia de Telecomunicações do Brasil Central – Algar Telecom	15.09.12	293.985.000,00	4.436.973,11 ¹⁷	1,51
Concessionária Auto Raposo Tavares S.A.	15.12.12	750.000.000,00	63.875.234,00 ¹⁸	8,52
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A.	15.10.12	2.160.000.000,00	2.954.450,56	0,14

56. Em vista disso, a acusação concluiu que os custos incorridos na emissão das debêntures subscritas pelo Fundo Pacific eram exorbitantes quando comparados à média de mercado, que variava em torno de 0,14% e 8,52%, já considerando a remuneração variável (comissão de sucesso). A discrepância, em realidade, seria ainda maior, visto que as debêntures emitidas pela ROPart foram ofertadas com esforços restritos de distribuição, nos termos da Instrução CVM nº 476/2009, enquanto as demais ofertas de debêntures, que serviram de comparação, foram distribuídas nos termos da Instrução CVM nº 400/2003, a qual, como se sabe, impõe custos de emissão mais elevados.

57. Os Acusados, porém, refutam a análise desenvolvida pela acusação. Alegam, em sentido diverso, que os custos somavam apenas R\$ 4.018.957,00, uma vez que a verba de R\$ 9.081.043,00 tinha natureza diversa, destinando-se ao pagamento de consultorias contratadas para auxiliar na aquisição, pela Risk Office, das duas sociedades concorrentes. Desse modo, os custos corresponderiam a 5,58% do valor total da operação, situando-se, portanto, dentro da média de mercado.

58. O argumento, contudo, não se mostra suficiente para afastar o mérito da acusação. Em primeiro lugar, convém observar que a aludida Cláusula 3.5, ao se referir às “despesas incorridas com a contratação de consultorias e demais custos incorridos com a presente Emissão” (grifou-se), confirma o entendimento da acusação de que as despesas com consultorias tinham natureza de custo de emissão.

59. De todo modo, ainda que se acolha o argumento de defesa de que a comparação realizada pela SFI não procede, por não serem as despesas de consultoria espécie de custo de distribuição, a referida Cláusula 3.5 permaneceria sendo absolutamente extravagante, pois estaria a introduzir um *tertium genus* de recursos levantados na oferta, que não seriam destinados à emissora nem constituíram custos da operação.

60. De duas uma: ou as despesas de consultoria se incluem entre os custos de emissão e, nesse caso, o montante total se mostra absolutamente exorbitante, ou traduzem uma forma exótica de destinação dos recursos da oferta. De um jeito ou de outro, a Cláusula foge completamente das práticas usuais de mercado e, por consequência, era mais um sinal de alerta quanto à higidez da operação.

61. Desse modo, ao examinar a escritura de emissão de debêntures e deparar-se com essa singular disposição contratual, a BNY Gestora deveria, em cumprimento aos seus deveres fiduciários, ter aprofundado a sua análise e adotado providências adicionais de modo a se assegurar que aquelas despesas, de fato, se justificavam.

62. Caso tivesse agido dessa maneira, a BNY Gestora teria, sem maiores dificuldades, identificado que as firmas de consultoria eram pessoas relacionadas a A.M.P.M, diretor e sócio da ROPart, titular de 50% do seu capital social (fls. 198 a 203). Com efeito, a Credpag Consultoria e Serviços Financeiros Ltda., que embolsou R\$ 2.500.000 (dois milhões e quinhentos mil reais) dos recursos do Fundo Pacific, tinha por sócio M.O.L.F, o qual, a seu turno, era diretor da Alubam Participações S.A., cujo diretor presidente era, justamente, A.M.P.M.

63. Por sua vez, a Laber Serviços Empresariais Ltda. (“Laber”), que recebeu R\$ 2.636.000 (dois milhões e seiscentos e trinta e seis mil reais), tinha por sócio administrador A.L., que também era sócio de A.M.P.M na Genève Investimentos Ltda., sociedade que, em 27.6.2013, se tornaria titular da totalidade das ações de emissão da ROPart (fls. 125).

64. Todas essas evidências, em suma, justificariam a adoção de cuidados redobrados por parte da BNY Gestora, que, antes de subscrever as debêntures, deveria ter se certificado que os trabalhos de consultoria, assim como a escolha das firmas contratadas, eram justificados. Somente dessa maneira a BNY Gestora teria se desincumbindo do dever de zelar pela proteção dos recursos financeiros que lhe foram confiados pelo Postalís.

65. No entanto, a BNY Gestora seguiu em frente com a subscrição sem adotar providência alguma sobre as despesas de consultoria previstas na Cláusula 3.5 da escritura de emissão, não obstante, como já exposto, o caráter atípico dessa condição contratual.

II.3 Desconsideração do estudo técnico emitido pela BNY Administradora

66. De outra parte, a Acusação critica o fato de a BNY Gestora ter decidido subscrever as debêntures, contrariamente à recomendação manifestada pela BNY Administradora no já mencionado “Relatório de análise da emissão da debênture RO Participações S.A.”. Tal estudo foi recebido pela Gestora em 26.10.2012 (fls. 280 a 283), antes de efetivada a subscrição, contendo conclusão desfavorável ao investimento. Assim se lê no referido documento:

“Entendemos que a taxa de emissão do título analisado não encontra-se nos patamares de risco encontrados no mercado para o prazo em questão. A empresa RiskOffice (Investimento da RO Participações) por se tratar de uma empresa de serviços e portanto sem ativos reais que garantam

a operação possui risco relativamente maior que as emissões utilizadas como referência e descritas acima. Observamos que nessa análise desconsideramos a parcela referente a participação de até 10% nos lucros da RiskOffice dado que não nos foi apresentado uma previsão de fluxo de caixa que fundamente uma estimativa deste prêmio” (fls. 283).

67. Ademais, ao encaminhar o estudo a José Carlos, diretor responsável da BNY Gestora, a equipe da BNY Administradora enfatizou que: “a conclusão da área de crédito é que a taxa de emissão de 6,5% não é compatível com as características do título. Dado que não temos nenhuma informação sobre a situação financeira da Risk Office (ativo objeto) fizemos uma análise comparativa com as taxas de negociação divulgadas hoje na ANBIMA”.

68. Ou seja, previamente à subscrição, a Administradora já havia identificado, tempestivamente, o problema que viria a ser confirmado pela análise da CVM no curso deste processo, qual seja, que as debêntures emitidas pela ROPart ofereciam remuneração incompatível com o seu perfil de risco, destoando, portanto, das condições usuais de mercado. Em outras palavras, a Administradora havia alertado, de forma clara e direta, que o investimento, se efetivado, seria contrário aos interesses do cotista da Postalís.

69. Nada obstante, conforme declaração prestada aos autos pela BNY Gestora (fls. 314), o parecer da Administradora foi desconsiderado e, contrariamente à recomendação ali contida, o investimento foi consumado.

70. Cuida-se, a meu ver, de fato que se reveste de especial gravidade, uma vez que revela que a BNY Gestora estava plenamente informada das razões técnicas que desaconselhavam a subscrição das debêntures pelo Fundo Pacific. A decisão de investimento, portanto, foi um ato consciente e deliberado.

...

72. Em sua defesa, o diretor responsável da BNY Gestora, José Carlos, alega que, ao examinar o referido relatório produzido pela BNY Administradora, percebeu omissão importante, já que desconsiderava a parcela de remuneração referente à participação de até 10% (dez por cento) nos lucros da Risk Office. Por essa razão, recomendou a sua revisão. A nova versão do parecer teria amparado a subscrição de debêntures, uma vez que havia alcançado conclusão diversa, favorável à subscrição das debêntures.

73. No entanto, a afirmação não condiz com a verdade. As provas dos autos demonstram que o segundo relatório, a que se refere o acusado, foi maquinado tempos depois da subscrição, com o objetivo de revestir a operação de aparente legitimidade, diante dos questionamentos que passaram a ser suscitados pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (“PREVIC”), que havia instaurado procedimento administrativo para averiguar os investimentos realizados com recursos do Postalís.

74. Assim, segundo a cronologia dos fatos, o Postalís solicitou, em 17.9.2013, esclarecimentos acerca da viabilidade financeira do investimento relativo à subscrição das debêntures emitidas pela ROPart (fls. 314). Em resposta, a BNY Ativos encaminhou ao Postalís quadro com análise e condições do mercado. (fls. 327 e 328). Nova solicitação foi feita em 10.10.2013, por meio da remessa à BNY Gestora de requisição de informações proveniente da PREVIC (fls. 314). Nesse momento surge o aludido relatório, tendo sido enviado pela Gestora em 31.10.2013, em resposta à demanda proveniente do Postalís (fls. 314).¹⁹

75. A esse respeito, em manifestação dirigida à CVM, a BNY Gestora reconheceu que “o referido relatório foi elaborado pelo BNY Mellon Ativos em outubro de 2013 [...]. Este relatório foi elaborado em resposta a um questionamento que recebemos do cotista do Fundo” (fls. 183). Tal fato foi confirmado também pelo Chief Operating Officer da BNY Administradora em depoimento prestado a esta Autarquia.²⁰

76. Ademais, quando confrontado com a versão original, o segundo relatório apresenta equívocos graves e flagrantes. Assim, constata-se que a nova conclusão, favorável à subscrição das debêntures, foi justificada na avaliação positiva da remuneração variável, baseada no resultado financeiro da Risk Office. Nesse sentido, lê-se ao final do estudo que:

“considerando as taxas de mercado analisadas (e spread de risco acima da NTN-B) e o upside proporcionado pela participação de até 10% nos lucros da Empresa, concluímos que a emissão em questão está compatível com o risco da operação”.

77. No entanto, assim como a primeira versão, o segundo relatório não continha a análise de qualquer dado financeiro da Risk Office que permitisse avaliar a sua capacidade de geração de caixa. Ou seja, o alegado “upside” atribuído à remuneração variável não estava amparado em qualquer análise técnica, de modo que não havia fundamento para a alteração da conclusão.

78. De outra parte, verifica-se, na segunda versão do relatório, a menção a uma suposta garantia fidejussória vinculada às debêntures, descrita como “aval dos sócios controladores da emissora”. No entanto, como já se disse neste voto, tal garantia sequer existia.

79. Feitos tais esclarecimentos, conclui-se, portanto, que o segundo relatório foi elaborado em momento posterior à subscrição das debêntures, sendo, por isso mesmo, irrelevante para o exame da conduta dos Acusados ao longo do processo decisório que culminou na realização do investimento. Em realidade, se há alguma coisa que esse relatório evidencia é a tentativa maliciosa da BNY Gestora e de seu diretor responsável de induzir em erro o órgão fiscalizador das entidades fechadas de previdência complementar, por meio do fornecimento de informações falsas e inconsistentes, destinadas a dissimular as

irregularidades que cercaram a decisão de aplicar parte substancial dos recursos do Fundo Pacific na subscrição das debêntures emitidas pela ROpart.

II.4 Infração ao dever de lealdade pela BNY Gestora

80. Em suma, à luz de tudo quanto se disse acima, constata-se que a decisão de investimento foi marcada por vícios graves e flagrantes. Com efeito, a incompatibilidade das debêntures com as condições usuais de mercado, o caráter exótico da cláusula que destinava recursos da oferta à contratação de consultores relacionados à emissora, a ausência de análise técnica da solvência da emissora, das garantias constituídas e da remuneração variável baseada na participação nos lucros da Risk office, a falta de prévia classificação de risco dos títulos e, enfim, a desconsideração do estudo da BNY Administração com conclusão desfavorável à realização da operação, evidenciam que a subscrição das debêntures resultou de um processo decisório incompatível com os deveres fiduciários que, nos termos da regulamentação vigente, vinculavam o gestor ao cotista do fundo.

...

III - Da responsabilidade do diretor responsável

87. Além da BNY Gestora, também deve ser responsabilizado o diretor responsável, nos termos do art. 7º, II, da Instrução CVM nº 306, de 1999, pela atividade de administração de carteira da instituição. À época dos fatos, tal cargo era ocupado pelo acusado José Carlos.

IV- RECURSOS DOS RECORRENTES

8. Relativamente aos argumentos trazidos nos Recursos Voluntários, que, em grande parte, renovam alegações já enfrentadas pela CVM, faço as seguintes considerações:

(i) Recurso de JOSÉ CARLOS LOPES XAVIER DE OLIVEIRA (fls. 635/651):

a) Quanto ao argumento:

Da gestão não discricionária e da impossibilidade de interferência da CVM: ... no caso em tela, é importante destacar que a responsabilidade do Gestor deve ser analisada sempre levando em conta o fato de que o investimento nas debêntures da RO Participações partiu, sim, do Postalís. ... Em relação às operações objeto do presente Processo Administrativo, mesmo que se aceite, para fins de argumentação, que tenham sido praticadas irregularidades, com a aquisição das debêntures da RO Participações, sem que tivessem sido tomadas todas as precauções e cautelas, o que – ressalte-se - não foi o caso, já que a decisão de investir foi requerida pelo Postalís (beneficiário final dos investimentos realizados pelo Pacific FIRC CP) e contou com sua participação ativa durante todo o processo de estruturação e implantação, também não é possível se falar em qualquer responsabilidade administrativa do Recorrente uma vez que: (i) as debêntures emitidas pela RO Participação ficaram por longo tempo na carteira do fundo exclusivo do Postalís, administrado fiduciariamente e gerido pela BNY Mellon; (ii) depois, por decisão do Postalís, essas debêntures foram transferidas para a carteira própria do Postalís; e (iii) finalmente, depois de o Recorrente ter se desligado do BNY Mellon, as debêntures objeto do presente Processo Administrativo foram utilizadas pelo Postalís como meio de integralização de outro investimento em sua carteira própria. No caso em tela, como se vê, é óbvia a gestão não discricionária das carteiras dos fundos Pacific FIRC CP e São Bento, gestão está prevista na Instrução CVM nº 306/99 (vigente à época dos fatos) que tratava, especificamente, da administração de recursos de terceiros, estabelecendo que esta atividade podia (e pode) se dar de forma discricionária, com tomada de decisão de investimento pelo gestor, ou não discricionária, com tomada de decisão de investimento pelo contratante, no caso, pelo cotista beneficiário final do investimento realizado pelo Pacific FIRC CP nas debêntures emitidas pela RO Participações objeto do presente Processo Administrativo. ... Assim, a Gestora e o Recorrente, seu diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários à época dos fatos, ao assumirem a administração fiduciária e gestão dos recursos integrantes das carteiras do Pacific FIRC CP e do São Bento, o fizeram de forma não discricionária, sendo defeso ao Conselho da CVM ignorar tal realidade com vistas, exclusivamente, a uma condenação injusta e contrária aos fatos.

Relativamente aos argumentos de que foram tomadas as devidas precauções e cautelas e de que a ordem partiu do Postalís, entendo que os assuntos já foram enfrentados no Voto do Diretor Relator da CVM, que esclareceu:

15. Ademais, não se pode aceitar a alegação de que a ordem de subscrição tenha partido do cotista Postalís, haja vista os controles e salvaguardas previstas na regulamentação para evitar a movimentação da custódia dos ativos dos fundos de investimento por terceiro estranho à sua administração. Nessa direção, o art. 59, parágrafo único, inciso I, da mencionada Instrução 409 exigia a estipulação, nos contratos de custódia, de cláusula que previsse “que somente as ordens emitidas pelo administrador, pelo gestor ou por seus representantes legais ou mandatários, devidamente autorizado, podem ser acatadas pela instituição custodiante”.

16. Desse modo, ainda que se admitisse que o Postalís tivesse sugerido ou solicitado a subscrição das

debêntures – o que sequer restou demonstrado nos autos, a decisão de aplicar R\$ 72.000.000,00 do Fundo Pacific nesse investimento somente poderia ter partido da BNY Gestora, que, repita-se, era a gestora autorizada pelo Regulamento a negociar os ativos financeiros do Fundo.

17. Convém observar que a regulamentação vigente à época dos fatos admitia, desde que preenchidas determinadas condições, que a entidade fechada de previdência complementar desempenhasse a gestão dos fundos de que fosse cotista único.⁶ No entanto, no caso do Fundo Pacific, não foi esse o arranjo escolhido pelas partes envolvidas, que, em vez disso, optaram por atribuir a gestão à BNY Gestora, que, dessa forma, figurava como única responsável pelas decisões do Fundo.

18. A esse respeito, este Colegiado já teve a oportunidade de julgar caso semelhante, tendo consignado que:

“39. Ao decidir não realizar a delegação expressa, o que, inclusive, facilitaria a fiscalização das operações pela Secretária de Previdência Complementar (“SPC”), o Indiciado assumiu todos os deveres do gestor de fundos de investimentos e não pode alegar que, na prática, a gestão incumbiria a terceiro. Para que essa defesa fosse válida, além de fazer a prova (que não me parece ter sido feita), o Indiciado deveria ter formalizado a delegação na forma e no momento adequado, pois só assim os órgãos competentes (CVM e SPC) podem fiscalizar as atividades de seus subordinados adequadamente. Isso não foi feito”.⁷

19. A regulamentação vigente também admitia que o cotista participasse da formulação das decisões de investimento do fundo, desde que por meio de estruturas de governança transparentes e previamente formalizadas no regulamento, que fossem capazes de assegurar a responsabilização de todos aqueles que, de fato, participassem do processo decisório.

20. Desse modo, se assim quisessem, a BNY Administradora, a Gestora ou o Postalis poderiam ter promovido a constituição de um comitê de investimentos, na forma prevista no art. 63 da Instrução 409, para receber sugestões do Postalis.⁸ No entanto, ainda que admitido esse cenário hipotético, a palavra final sobre qualquer decisão de investimento caberia à BNY Gestora, pois, como previsto no art. 63, § 2º, da mesma Instrução, a presença de um conselho não exime o gestor de responsabilidade pelas operações da carteira do fundo.

21. No presente caso, contudo, o regulamento do Fundo Pacific sequer previa a constituição de algum comitê e, ao prestar esclarecimentos, a BNY Gestora informou que não conseguiu identificar em seus arquivos documentos que formalizassem a participação do cotista nas atividades de gestão. (fls. 360). Sendo assim, na falta de estruturas de governança adequadas, não se admite que o cotista exerça de outra forma influência sobre a gestão do fundo, valendo-se de canais opacos e informais, que não preservem a clara identificação dos responsáveis pelas decisões.⁹

22. Em suma, o que se vê no presente caso é que a gestão do Fundo Pacific era desempenhada pela BNY Gestora, que não estava autorizada a delegar essa função ao Postalis nem mesmo a receber deste último sugestões de investimento.

23. De mais a mais, a versão de José Carlos de que a responsabilidade cabia apenas ao Postalis é contraditória com os fatos apurados neste processo. Refiro-me ao episódio ocorrido em 2014 (fls. 233 a 263) no qual o Postalis solicitou à Gestora que adquirisse para a carteira do Pacific debêntures emitidas pela sociedade XNice Participações S.A. Após avaliar o investimento e identificar diversas fragilidades, a Gestora negou-se a efetuar a operação para o Fundo Pacific, por considerá-la prejudicial ao Fundo. A meu ver, essa recusa comprova, definitivamente, que a BNY Gestora tinha plena consciência da autonomia de que dispunha para gerir a carteira do Fundo. Em suma, era sua a responsabilidade pelas decisões de investimento do Fundo Pacific.

Relativamente aos argumentos relacionados à manutenção dos investimentos pela Postalis, com transferência para sua carteira própria, entendo que estas alegações não desoneram o Recorrente de suas responsabilidades. Além disso, as negociações posteriores efetuadas pelo Postalis não são objeto de análise neste processo administrativo e não comprovam que a negociação inicial foi efetuada em condições favoráveis.

Além disso, incorporo os argumentos trazidos no PARECER/PGFN/CAF/NUCAF/CRSFN Nº 86/2019:

6. A leitura das petições recursais revela que a insurgência se concentra sobre o mérito da imputação. Não havendo, portanto, questões prévias a reclamar análise jurídica, já é possível abordar o primeiro tópico referido na consulta formulada pelo Sr. Conselheiro Antônio Augusto de Sá Freire Filho, a saber, “gestão não discricionária e da impossibilidade de interferência da CVM”.

7. A esse respeito, **José Carlos** insiste em tese que simplesmente tornaria em algo como ornamental a função desempenhada por gestor de recursos titulados por investidor qualificado. Embora reconheça “não ter identificado em seus arquivos documentos que formalizassem a participação do cotista na gestão do Fundo” (fls. 638), **José Carlos** insiste em que “a decisão de investimento partiu do Postalis” (fls. 639). De seu ponto de vista, isso o exculparia de qualquer falha, já que “a responsabilidade do Gestor

deve ser analisada sempre levando em conta o fato de que o investimento nas debêntures da RO Participações partiu, sim, do Postalís” (fls. 639).

8. Nada obstante e com a devida vênia, semelhantes argumentos, que pouco fazem senão reiterar tese brandida na origem, não resistem à mera leitura do d. voto proferido pelo Sr. Diretor Pablo Renteria, notadamente em seus parágrafos 10 a 23 (fls. 590-594). Resumidamente, não apenas a interpretação do regime jurídico aplicável demonstra a gestão profissional do Fundo a cargo de **BNY Gestora**, como também assim o demonstra a existência de persuasivos elementos de prova. Basta recordar que: (i) o regulamento do Fundo Pacific (art. 3º - fls. 91 [3]) atribuía, de forma inequívoca, a gestão profissional de sua carteira à **BNY Gestora**; (ii) embora, desde que satisfeitos alguns requisitos, a disciplina de regência admitisse arranjo diverso, com atuação direta do cotista na gestão do fundo (Deliberação CVM 475/2004), o fato é que o regulamento adotado revela opção outra, absolutamente legítima, de se conferir a gestão a administrador próprio (Instrução CVM 409/2004, art. 56, §2º, I, segundo a redação dada pela Instrução CVM 522/2012 [4]); (iii) mesmo que por hipótese se houvesse optado pela adoção de estruturas de governança, a exemplo de comitês de investimento (Instrução CVM 409/2004, art. 63), que permitissem participação direta do cotista – cogitação ora feita somente para o fim de se argumentar –, mesmo assim a decisão final e a responsabilidade pelas operações, no modelo adotado, caberia ao gestor profissional (Instrução CVM 409/2004, art. 63, §2º [5]); e (iv) sobretudo, é relevante observar que os verdadeiros beneficiários finais – ou eventuais vítimas! – de quaisquer operações realizáveis com recursos do Fundo seriam milhares de trabalhadores, pensionistas e aposentados, risco esse suficientemente elevado para inspirar zelo redobrado na definição das funções de cada qual, gestor e cotista, caso houvesse mesmo a intenção de se conferir gestão não discricionária aos recursos do Fundo; no entanto, da leitura das normas e do regulamento, a gestão competia a **BNY Gestora**.

9. Mais adiante, **José Carlos** problematiza os “limites de atuação fiscalizadora da CVM”, sugerindo que decisão condenatória proferida pela Autarquia significaria “avaliação particular sua sobre o mérito da decisão de investimento tomada por um investidor qualificado, o que, naturalmente, está completamente fora dos objetivos de proteção de mercado de capitais e é estranho às atividades da administração pública” (fls. 640, verso).

10. Respeitosamente, não foi esse o caminho trilhado pela acusação. A CVM bem esclareceu que o foco de sua análise se projeta sobre a “diligência devida” (fls. 594), isto é, apurar se o gestor teria “deixado de adotar algum cuidado impositivo antes de consumir a operação” (fls. 594) ou se “ele cometeu deliberadamente um ato desleal, em detrimento dos interesses dos cotistas” (fls. 594). Na feliz síntese da CVM, “a averiguação da falta de diligência não se vê a partir do mérito da decisão, mas do processo que levou a ela” (fls. 595 - grifos nossos).

11. Adicionalmente, pode-se aqui invocar, por analogia, a business judgement rule[6], para se reafirmar a exatidão do entendimento esposado pelo **Colegiado da CVM**. Pois, a exemplo da Autarquia, o **CRSFN** acolhe a business judgement rule – preceito “segundo o qual o conteúdo da decisão empresarial lícita não pode ser reavaliado posteriormente pelo tiver sido resultado de uma ação tomada de modo **suficientemente informado**, segundo **critérios de racionalidade empresarial e livre de interesses pessoais ou conflitantes** com o da companhia”[7]. Ao respeito, vale a transcrição de alguns excertos:

...

12. Ora bem, fixadas essas balizas, não há mesmo motivos de fato e razões de direito para dissentir das conclusões da CVM, nesse particular: nem na viabilidade da imputação tampouco no mérito dela própria. Pois, à míngua de justificativas compatíveis, foi realizada operação que desafiava a lógica negocial, contrariava relatórios técnicos, desprezava dados relevantes para aferição de risco ou estimativa de rendimentos, era desprovida de garantia idônea e demandava custos operacionais que excediam largamente a média usual do mercado. Claro está que imputação erguida sobre semelhante fatos “não se vê a partir do mérito da decisão, mas do processo que levou a ela” (fls. 595).

13. Esses achados adquirem especial relevância – reafirmando, uma vez mais, o exercício legítimo da competência da CVM – quando ponderados em conjunto com a constatação de que a operação teria sido realizada ao arrepio de cautelas básicas.

14. Conforme exposto na decisão recorrida, foram várias as falhas ocorridas nos procedimentos de análise do citado investimento em debêntures da ROPART:

14.1 a) ausência de elementos prévios que atestassem seja a capacidade de solvência, seja o retorno financeiro esperado pelas debêntures, conforme expressamente consignado no “Relatório de Análise da Emissão da Debênture RO Participações S.A.”, datado de 26/10/2012 (fls. 280-283), ou seja, anteriormente à referida aquisição pelo Fundo Pacific em 26/11/2012, relatório esse que, além de consignar a ausência de rating de emissão (fls. 283), também teve que desconsiderar a renumeração variável (10% da participação nos lucros) por completa ausência de dados da estimativa do fluxo de caixa da emissora (“Observamos que nessa análise desconsideramos a parcela referente à participação de até 10% nos lucros da RiskOffice dado que não nos foi apresentado uma previsão de fluxo de caixa que fundamente uma estimativa desse prêmio” - fls. 280), conclusões essas que não poderiam ser superadas pelo denominado “Relatório Definitivo de Rating” (fls. 80-87), que, além de ser posterior (março de 2013) à aquisição das debêntures (não podendo, por isso, ser usado para embasar o investimento), menção garantias fidejussórias (“Aval dos sócios controladores da ROPART e acionistas garantidores nos termos da ESCRITURA” - item 17, c - fls. 82) cuja existência foi expressamente negada

pela própria emissora ("Ainda que conste do Relatório Definitivo de Rating elaborado pela LFRating a existência de aval pelos sócios controladores, a estrutura da garantia da emissão de debêntures é consubstanciada nos instrumentos disponibilizados no item 5 acima e **não contempla aval pelos sócios controladores da ROPART**" - fls. 190 - grifos nossos);

14.2 b) **custos de emissão excessivos** eis que, do total de R\$ 72 (setenta e dois) milhões desembolsados para a emissão, R\$ 12 (doze) milhões seriam destinados ao pagamento de custos de emissão e outras despesas (como o pagamento de consultorias - vide cláusula 3.5a escritura de emissão das debêntures - fls. 41-42), **montando ao total de R\$ 13.181.781,00 (fls. 193)**, equivalentes a **18% do total da operação**, percentual bem **superior à média (entre 0,14% e 8,52% - vide fls. 142, Quadro 12; fls. 601)** e **discrepante das condições usuais do mercado** (as debêntures da ROPART foram ofertadas com esforços restritos de distribuição - Instrução CVM 476/09 - enquanto que as colocações usadas para comparação foram ofertadas na forma da Instrução CVM 400/03, que impõem até maiores custos de emissão), **dos quais R\$ 11.536.000,00 foram destinados ao pagamento de consultorias** (fls. 601 item 54), **algumas das quais contavam com alguma relação societária com diretor/sócio da própria emissora ROPART** (fls. 570-571, itens 13-14; fls. 602-603, itens 62-63)

14.3 c) **aquisição, em 28/11/2012, pelo Fundo Pacific, das debêntures emitidas pela ROPART em frontal desconformidade e sem a prévia superação das conclusões da análise técnica realizada em 26/10/2012 através do "Relatório de Análise da Emissão da Debênture RO Participações S.A." (fls. 280-283)**, que então já consignava "A conclusão da área de crédito é que a taxa de emissão de 6,5% não é compatível com as características do título. Dado que não temos nenhuma informação sobre a situação financeira da RiskOffice (ativo objeto) fizemos uma análise comparativa com taxas de negociações divulgadas hoje pela ANBIMA" (fls. 280 - grifos nossos), sendo certo que a citada análise técnica foi reconhecida pela própria gestora/administradora (fls. 314).

15. A propósito, mesmo que esse fato específico fosse controverso nos autos – nota-se que parte expressiva da insurgência de **José Carlos** problematiza a ordem cronológica dos acontecimentos, i.e., questiona se dados relatórios e estudos técnicos haveriam precedido ou não a realização da operação –, o fato é que **tampouco os relatórios e estudos que de fato haveriam instruído a decisão negocial teriam idoneidade para ampará-la, à vista de “erros grosseiros”, “equívocos graves e flagrantes”, demonstrados no impecável voto proferido pelo Sr. Diretor Pablo Renteria. Ou seja, mesmo que, por hipótese, correspondesse aos autos a versão que José Carlos defende para a ordem dos fatos, nem mesmo assim se seguiria a conclusão por ele pretendida.**

16. Nesse ponto, parte relevante de suas razões recursais trilha na argumentação da impossibilidade do reconhecimento de sua responsabilização administrativa individual, eis que ele só estaria atuando como órgão da empresa, não podendo, por isso, ser responsabilizado pelo simples fato de ocupar um cargo.

17. Com a devida vênia, tal raciocínio parte de premissas equivocadas e inaplicáveis à espécie dos autos.

18. O primeiro equívoco diz respeito ao pressuposto de que, tendo o acusado **José Carlos** atuado em nome da **BNY Gestora**, só à essa pessoa jurídica poderia ser imputada responsabilização administrativa pelas ocorrências verificadas.

19. Consigne-se que as razões recursais parecem pressupor **ou** um modelo de responsabilidade objetiva da pessoa jurídica (modelo típico de direito civil em que só o ente coletivo é responsabilizado pela atuação de pessoas naturais que atuam em seu nome) **ou** um modelo derivado exclusivo ou de heteroresponsabilidade exclusiva (modelo em que a responsabilidade da pessoa jurídica é estritamente dependente da culpabilidade da pessoa física - autor material da infração - que em seu nome atuou), conforme exposto detalhadamente nos itens 06-51 da Orientação PGFN/CAF/NUCAF/CRSNSP 01/2018 (doc. 0847387 do Proc. 10951.103109/2018-40 - doc. anexo).

20. **Mas nenhum desses é o modelo usado para a responsabilização administrativa sancionatória junto à CVM.** Conforme explicitado nos itens 34-38 e 49-51 da referida Orientação PGFN/CAF/NUCAF/CRSNSP 01/2018 (doc. 0847387 do Proc. 10951.103109/2018-40 - doc. anexo), nas acusações administrativas junto à CVM é utilizado o **modelo misto ou de heteroresponsabilidade simples**, no qual a **responsabilidade da pessoa jurídica não se confunde/exaure com a responsabilidade da pessoa natural (apesar da relação existente entre ambas):**

...

21. Ou seja, **apesar de relacionadas, necessariamente não se confundem as responsabilidades da pessoa natural com a da pessoa jurídica pelo cometimento de uma infração administrativa sob o poder de polícia da CVM**, o que não pode ser confundido com o superado requisito da "dupla imputação" (em que a responsabilidade da ente coletivo só existiria caso identificada a responsabilidade da pessoa natural autor material da infração). Desde que comprovada ao longo da instrução administrativa, o modelo de heteroresponsabilidade simples permite que determinada infração seja imputada (i) só à pessoa coletiva (infração de gestão corporativa), (ii) só à pessoa natural (infração pontual da pessoa física) ou (iii) tanto à pessoa natural como à pessoa jurídica.

22. Outro premissa equivocada adotada nessas recursais diz respeito à suposta responsabilização do acusado **José Carlos** unicamente por ocupar determinado cargo dentro da BNY Gestora.

23. Esclareça-se que ao acusado José Carlos foram imputadas acusações na qualidade de **diretor responsável tanto da BNY Gestora quanto da BNY Administradora (Instrução CVM 409/04, art. 65-A, I e art. 117, XIII c/c Instrução CVM 306/99, arts. 7º e 17)** sendo que, conforme reconhecido pela decisão

ora recorrida, relativamente a ele foi reconhecida essa responsabilidade como **diretor responsável pela administração de carteiras BNY Gestora**.

24. São igualmente relevantes aqui as considerações tecidas nos itens 130-157 e 165-187 da citada Orientação PGFN/CAF/NUCAF/CRSNSP 01/2018 (doc. 0847387 do Proc. 10951.103109/2018-40 - doc. anexo), cujos termos ora se tem por transcritos (Lei 9784/99, art. 50, §1º) e que demonstram os padrões com que devem ser apuradas as responsabilidades sancionatórias dentro de pessoas jurídicas reguladas, especialmente a partir do cruzamento das chamadas estruturas de responsabilidade vertical (departamentalização) e de responsabilidade vertical (delegação).

25. Tendo em conta que essas infrações administrativas podem ser cometidas tanto dolosa (dolo direto ou eventual) quanto culposamente (negligência, imperícia ou imprudência), pode-ser perceber que a caracterização das responsabilidades subjetiva do acusado **José Carlos** restou devida e suficientemente caracterizada da seguinte maneira pela decisão recorrida da CVM (fls. 610-611):

...

Assim, entendo que o argumento não auxilia o Recorrente.

b) Quanto ao argumento:

Do indevido juízo de valor a respeito do investimento feito pelo Fundo e dos limites da atuação fiscalizadora da CVM: ... no caso em tela, o que se percebe é que a CVM, ao condenar a Gestora e o Recorrente, muito embora negue, fê-lo com base numa avaliação particular sua sobre o mérito da decisão de investimento tomada por um investidor qualificado - o que, naturalmente, está completamente fora dos objetivos de proteção do mercado de capitais e é estranho às atividades da administração pública. ... Destaca-se que, por um lado, os fatos tratados no presente Processo Administrativo não se incluem dentre os casos amplamente divulgados na imprensa de possíveis "perdas por maus investimentos" realizados pela Postalis; e por outro, que à BNY Mellon, atuando na qualidade de administradora fiduciária e gestora não discricionária do Pacific FIRC CP cabia apenas verificar a adequação formal e processar as operações requeridas pelo Postalis - ao qual não é ilícito agora simplesmente alegar que não sabia do que se tratava e que foi prejudicado pela ação ou inação da BNY Mellon do Recorrente ou de quaisquer terceiros e esperar que este Conselho chancele suas más práticas de investimento gestão e governança. Isto posto demonstrado mais um erro da decisão condenatória: a indevida e irregular interpretação da CVM a respeito da aquisição da debêntures sob o prisma do mérito da decisão negocial tomada por e em nome do Fundo. Obviamente não cabe à CVM analisar o mérito de uma decisão de investimento.

Relativamente à imputação da decisão de investimento ao investidor qualificado, entendo que o assunto já foi enfrentado anteriormente.

Relativamente aos limites de atuação da CVM, o assunto já foi enfrentado no Voto do Diretor Relator da CVM, que esclareceu:

1.2 – Dos limites da atuação fiscalizadora da CVM

24. A segunda questão prejudicial ao mérito diz respeito aos limites que devem ser observados pela CVM ao fiscalizar as decisões de investimento que são tomadas diuturnamente por gestores profissionais de carteiras de valores mobiliários.

25. As defesas alegam, em apertada síntese, que os precedentes deste Colegiado indicariam que não caberia à autarquia se imiscuir no mérito dessas decisões, tendo em vista a liberdade que deve ser assegurada ao gestor para, dentro dos limites da regulamentação, adotar a estratégia de investimento que, segundo o seu juízo profissional, considere mais acertada para frutificar a carteira do fundo.

26. Em suas linhas gerais, não discordo desse raciocínio. De fato, parece correto entender que, a princípio, o gestor age de boa-fé, tomando as decisões que, com base nas informações disponíveis, acredita serem as mais benéficas para os interesses dos cotistas. Além disso, as decisões se baseiam, não raro, em avaliações e conjecturas que, por mais fundamentadas que sejam, guardam sempre algum grau de subjetividade. E, sendo assim, não me parece justo nem salutar que a área técnica da CVM critique a atuação do gestor apenas porque, se estivesse em seu lugar, teria decidido de outra forma.

27. Vale ainda mencionar que a obrigação do gestor é de meios, sendo-lhe exigido que envide os seus melhores esforços em prol da valorização da carteira do fundo. O gestor não promete resultado nem pode ser responsabilizado pelo simples fato de ter tomada uma decisão que, ao final, contrariamente às suas expectativas, venha a ocasionar perdas ao fundo.

28. Nada obstante essas considerações, que me parecem acertadas, importa esclarecer que a CVM tem o dever de verificar se, ao tomar determinada decisão de investimento, o gestor agiu em conformidade com os deveres fiduciários que lhe são impostos pela regulamentação vigente. Não se trata, nesses casos, de fazer um juízo de valor sobre a qualidade do trabalho do gestor, mas de averiguar se há razões objetivas para entender que ele não agiu com a diligência devida, por ter deixado de adotar algum cuidado impositivo antes de consumir a operação, ou que ele cometeu deliberadamente um ato desleal, em detrimento dos interesses dos cotistas. Caso surjam essas evidências, a área técnica tem não só o poder

como o dever de apurar as responsabilidades dos infratores, de modo a disciplinar o mercado e inibir a reiteração de comportamentos semelhantes.

29. Tal entendimento, diga-se por oportuno, não é nada inovador; ao reverso, vem sendo firmemente adotado por este Colegiado. É o que se verifica, inclusive, na decisão citada pelas defesas, na qual se estabeleceu a distinção entre, de um lado, o que se pode chamar de exame do mérito da decisão e, de outro, a averiguação do cumprimento do regulamento e dos deveres fiduciários:

...

30. Na mesma linha, consulte-se igualmente a seguinte decisão:

...

31. Confira-se ainda a decisão em que este Colegiado firmou o entendimento de que “o administrador pode ser responsabilizado por falta de diligência e a averiguação da falta de diligência não se vê a partir do mérito da decisão, mas do processo que levou a ela”.¹²

32. Como se vê, portanto, este Colegiado já vem adotando parâmetros de julgamento que procuram, de um lado, proteger os cotistas e o mercado em geral de condutas negligentes ou desleais e, de outro, preservar a atuação do gestor de uma ingerência excessiva do órgão regulador. A meu ver, esse regime não impõe aos gestores um fardo exagerado, pois, em qualquer caso, competirá à acusação o ônus de trazer aos autos provas que sejam capazes de demonstrar, de maneira incontroversa, a infração aos deveres fiduciários. E se as provas colhidas se basearem no insucesso dos investimentos escolhidos pelo gestor ou em um juízo subjetivo sobre a qualidade do seu trabalho, a acusação não deverá prosperar.

33. Assim, à luz dessas considerações, parece-me que nada há de extravagante na acusação ora em julgamento. A SIN concluiu, com base nas provas colhidas, que os Acusados agiram deliberadamente contra os interesses do Postalís ao promoverem a subscrição pelo Fundo Pacific das debêntures emitidas pelo ROPart. Se a acusação é procedente ou não, cuida-se de questão de mérito, que será analisada em seguida.

Além disso, o Parecer PGFN/CAF/NUCAF/CRSFN Nº 86/2019 esclarece:

9. Mais adiante, **José Carlos** problematiza os “limites de atuação fiscalizadora da CVM”, sugerindo que decisão condenatória proferida pela Autarquia significaria “avaliação particular sua sobre o mérito da decisão de investimento tomada por um investidor qualificado, o que, naturalmente, está completamente fora dos objetivos de proteção de mercado de capitais e é estranho às atividades da administração pública” (fls. 640, verso).

10. Respeitosamente, não foi esse o caminho trilhado pela acusação. A **CVM** bem esclareceu que o foco de sua análise se projeta sobre a “diligência devida” (fls. 594), isto é, apurar se o gestor teria “deixado de adotar algum cuidado impositivo antes de consumir a operação” (fls. 594) ou se “ele cometeu deliberadamente um ato desleal, em detrimento dos interesses dos cotistas” (fls. 594). Na feliz síntese da **CVM**, “a averiguação da falta de diligência não se vê a partir do mérito da decisão, mas do processo que levou a ela” (fls. 595 - grifos nossos).

11. Adicionalmente, pode-se aqui invocar, por analogia, a business judgement rule^[6], para se reafirmar a exatidão do entendimento esposado pelo **Colegiado da CVM**. Pois, a exemplo da Autarquia, o **CRSFN** acolhe a business judgement rule – preceito “segundo o qual o conteúdo da decisão empresarial **lícita** não pode ser reavaliado posteriormente pelo tiver sido resultado de uma ação tomada de modo **suficientemente informado**, segundo **critérios de racionalidade empresarial e livre de interesses pessoais ou conflitantes** com o da companhia”^[7]. Ao respeito, vale a transcrição de alguns excertos: ...

12. Ora bem, fixadas essas balizas, não há mesmo motivos de fato e razões de direito para dissentir das conclusões da **CVM**, nesse particular: nem na viabilidade da imputação tampouco no mérito dela própria. Pois, à míngua de justificativas compatíveis, foi realizada operação que desafiava a lógica negocial, contrariava relatórios técnicos, desprezava dados relevantes para aferição de risco ou estimativa de rendimentos, era desprovida de garantia idônea e demandava custos operacionais que excediam largamente a média usual do mercado. Claro está que imputação erguida sobre semelhante fatos “não se vê a partir do mérito da decisão, mas do processo que levou a ela” (fls. 595).

13. Esses achados adquirem especial relevância – reafirmando, uma vez mais, o exercício legítimo da competência da **CVM** – quando ponderados em conjunto com a constatação de que a operação teria sido realizada ao arrepio de cautelas básicas.

Relativamente à atuação do Recorrente, observo que sua responsabilização foi devidamente aferida, conforme pode ser verificado no seguinte trecho do Diretor Relator da CVM:

99. Sendo assim, tem-se nos autos conjunto probatório robusto, que permite concluir que José Carlos tinha pleno conhecimento de que:

(i) as debêntures ofereciam remuneração abaixo das condições de mercado;

(ii) não havia dados disponíveis para avaliar a solvência da emissora, as garantias fiduciárias vinculadas às debêntures e a remuneração variável baseada na participação nos lucros da Risk Office;

(iii) não havia relatório de rating dos riscos de títulos; e

(iv) a equipe técnica da BNY Administradora havia emitido parecer contrário à realização da operação, por entender que as debêntures não ofereciam remuneração compatível com o seu perfil de risco.

Assim, entendo que os argumentos não auxiliam o Recorrente.

c) Quanto ao argumento de:

Procedimentos adotados para análise do investimento: ... de acordo com as informações constantes dos autos, foram elaborados três (e não dois) relatórios de análise de crédito referentes às debêntures em discussão: (i) o primeiro anterior à aquisição das debêntures e que concluía desfavoravelmente à sua aquisição sem considerar contudo parcela de remuneração referente à participação nos lucros da Risk Office Consultoria Financeira Ltda. (Risk Office); (ii) o segundo também anterior à aquisição das debêntures solicitado pelo Recorrente justamente para corrigir a omissão apontada no item anterior; e (iii) um terceiro datado de 31/10/2013 emitido pela Gestora por solicitação do Postalís e depois do término da relação jurídica entre o Recorrente e a BNY Mellon. ... Obviamente que essa era uma parcela considerável da remuneração, e que, portanto, seu simples descarte da análise afetava substancialmente o resultado do estudo realizado. Isso fica ainda mais claro ao analisar-se a declaração feita pelo Sr. Sérgio Battaglia, Chief Operating Officer da BNY Mellon à época, que aponta essa como a razão para que a conclusão do estudo tenha desfavorável à aquisição das debêntures: ... Tendo em vista, então, que esse primeiro estudo fora realizado desconsiderando parcela relevante da remuneração, resultando, portanto, em uma conclusão distorcida da realidade, o Recorrente solicitou a realização de um novo estudo para contemplar esses pontos deixados de lado na primeira avaliação, antes da aquisição das debêntures. ... o resultado do novo estudo realizado a pedido do Recorrente, antes da aquisição das debêntures, frise-se, para que a análise considerasse aspectos como resgate antecipado e participação nos dividendos da companhia investida concluiu que a emissão estava compatível com o risco da operação, recomendando o investimento. E foi justamente com base nessa avaliação que o investimento foi aprovado. ... Além disso, o acerto na decisão investimento foi confirmado pelo relatório de rating do ativo, elaborado pela LF Rating que classificou as debêntures na categoria "A-" (baixo risco de inadimplemento), como já indicado acima ... Infelizmente, como o Recorrente não teve mais acesso a qualquer documento da BNY Mellon após seu período com diretor da empresa, não tinha possibilidade de produzir qualquer prova acerca da existência de um estudo anterior à aquisição das debêntures pelo Fundo que recomendou esse investimento. Essa prova somente pode(ria) ser produzida pela própria BNY Mellon, que se não o fez foi por que preferiu, por incompetência ou estratégia, atacar o Recorrente de forma desmesurada depois de desligá-lo de suas funções em 17 de outubro de 2013 (portanto, antes da elaboração do terceiro relatório, elaborado por solicitação do cotista). Vale ressaltar que após o afastamento do Recorrente, este se viu sem qualquer acesso às informações, e-mails, documentos, sistemas e/ou dependências físicas da BNY Mellon. ... Assim, é razoável supor que este contexto inquisitorial e de "caça às bruxas" instaurado na BNY Mellon após o afastamento do Recorrente influenciou negativamente o depoimento prestado pelo Sr. Sérgio Battaglia, citado na sentença indevidamente como base da condenação. ...

O Recorrente imputa à empresa BNY Mellon a omissão ou ocultamento de um terceiro estudo, realizado entre o primeiro e o último estudos anexados, que poderia ser utilizado em sua defesa. Entretanto, o alegado estudo, se apresentado, também resultaria benéfico à empresa que, pretensamente, o oculta, tornando a alegação implausível, pois teríamos que considerar que a empresa se prejudica para prejudicar o Recorrente. Além disso, entendo que não deve prosperar a alegação de defesa baseada em documento que não é anexado aos autos, especialmente se desacompanhada de elementos que possam corroborar sua existência.

Assim, entendo que o argumento não auxilia a defesa.

d) Quanto ao argumento:

Da impossibilidade de responsabilização do Recorrente: ... Esta imputação ao Recorrente, à época diretor da BNY Mellon, de penalidade administrativa idêntica às penalidades eventualmente cabíveis às instituições atuantes como administradora fiduciária e gestora não discricionária do Pacific FIRC CP; (a) sem qualquer comprovação de conduta específica e culposa por parte do Recorrente; e (b) sem qualquer reflexão sobre qual seria o fundamento jurídico para esta imputação de responsabilidade administrativa na esfera pessoal do Recorrente, está em total e completo desacordo com ordenamento jurídico e regulatório brasileiro. Assim se afirma porque o direito administrativo sancionador brasileiro não reconhece nenhum dos possíveis "fundamentos" para esta tese, adotada pela CVM de "extensão" automática de responsabilidade administrativa ao diretor de uma sociedade empresária. Haja vista que no ordenamento jurídico brasileiro (a) as pessoas jurídicas são passíveis de responsabilização na esfera administrativa; (b) não existe responsabilidade solidária na esfera administrativa; (c) não existe imputação de responsabilidade administrativa sem comprovação de culpa do acusado; e (d) falhas operacionais

pontuais não são suficientes para gerar descumprimento do dever de diligência do diretor da empresa. ... Assim, quando um diretor de uma pessoa jurídica age dentro dos limites das funções para as quais foi nomeado, tal como o Recorrente nos fatos objeto do presente Processo Administrativo, ele atua como órgão da sociedade, ou seja, como parte integrante da estrutura necessária para manifestação da vontade social expressa nos atos constitutivos da sociedade titular de empresa. A vontade que se manifesta por meio dos atos da administração é a vontade da sociedade, jamais a do próprio administrador. ... A leitura dos esclarecimentos doutrinários ... descritos permite chegar a duas importantes conclusões: (a) está afastada qualquer validade jurídica em se alegar, tal como fez o CVM, que o Recorrente, agindo na qualidade de diretor responsável pela administração de carteiras, teria que ser responsabilizado por fatos imputados à BNY Mellon no presente Processo Administrativo porque a gestora não discricionária dos fundos de investimento Pacific FIRF e São Bento seria carente de vontade própria; e (b) a área técnica da BNY Mellon reviu seu posicionamento em relação à aquisição das debêntures após levar em consideração todas as características de remuneração previstas na escritura de emissão das debêntures (especialmente a participação de 10% nos lucros da RO Participações, empresa com boa reputação à época dos fatos e cuja emissão contou com rating "A-"), a vontade da pessoa jurídica foi eficazmente manifestada. ... Depois de esclarecido que uma pessoa jurídica, tal como a BNY Mellon, tem vontade própria exercida por meio de seus órgãos de administração, pode-se abordar outra concepção equivocada utilizada pelo Termo de Acusação para simplesmente "desconsiderar" as instituições administradora fiduciária e gestora não discricionária, pessoas jurídicas, e tentar imputar responsabilidade administrativa diretamente ao Recorrente: a tese de que o diretor de uma empresa seria um centro de imputação de responsabilidades. ... O diretor responsável pela administração de carteiras não pode ser punido, única e exclusivamente, por ter estado no exercício das funções de diretor do BNY Mellon. Aceitar que um diretor, órgão da estrutura da sociedade, poderia vir a ser punido por que seria um "centro de imputação" de responsabilidade é fazer do ocupante do cargo de diretor um alvo, um responsável à procura de uma condenação, o que viola frontalmente os princípios da legalidade, presunção de inocência e razoabilidade existente em um estado democrático de direito. ... o diretor de uma empresa tem o direito de confiar no trabalho que é desenvolvido por outros profissionais da empresa e nas informações que estes lhe prestam. Pois, se não faz sentido imaginar que apenas um único profissional, no caso o Recorrente, pudesse planejar, organizar, coordenar e dirigir diretamente o trabalho de uma organização com mais de 500 (quinhentos) profissionais no Brasil e integrante de um dos maiores conglomerados financeiros do mundo, ... Sendo assim, acreditar que o Recorrente teria obrigação legal de refazer todas as contas, apurar a aplicação de todas as metodologias e procedimentos adotados pela área técnica da BNY Mellon é completamente descabido. Não apenas por que seria humanamente impossível (para o Recorrente ou qualquer outra pessoa), mas por que a concentração de responsabilidades em um único profissional, no caso, o Recorrente, contraria toda a lógica de divisão social do trabalho, da especialização profissional e da profissionalização da administração empresarial.

Relativamente à responsabilização do Recorrente, entendo que o assunto foi exaustivamente enfrentado no Voto do Diretor Relator da CVM, que esclareceu, resumidamente:

III - Da responsabilidade do diretor responsável

87. Além da BNY Gestora, também deve ser responsabilizado o diretor responsável, nos termos do art. 7º, II, da Instrução CVM nº 306, de 1999, pela atividade de administração de carteira da instituição. À época dos fatos, tal cargo era ocupado pelo acusado José Carlos.

88. O defendente, contudo, contesta a sua responsabilidade pessoal sob a alegação de que os atos praticados pela BNY Gestora somente poderiam ser imputados à própria pessoa jurídica. Argumenta, ademais, que a acusação não teria conseguido apontar uma conduta específica e culposa da sua parte, de modo que não se poderia admitir, em sede administrativa, a responsabilidade objetiva e solidária por decisões tomadas pela sociedade gestora.

89. O argumento, contudo, não procede. Ao assumir o cargo na BNY Gestora, José Carlos tinha plena ciência do regime jurídico a que se submetia. A Instrução CVM nº 306, editada há quase vinte anos, exigia de cada gestora a nomeação de um diretor encarregado de zelar pelo cumprimento da legislação e do regulamento dos fundos.²³ Cuida-se de uma característica estruturante da regulação da indústria de administração de carteiras, plenamente conhecida de todos os seus participantes.

90. Como este Colegiado já teve a oportunidade de esclarecer em julgamento realizado em 9.8.2011:

...

91. Em outra oportunidade, destacou-se na mesma direção que:

...

92. Diferentemente do alegado pela defesa, a responsabilidade do diretor responsável não é objetiva nem solidária ao da sociedade gestora. Ao reverso, afigura-se pessoal e subjetiva, pois o diretor responde apenas nos limites da sua culpa, não sendo passível de punição caso reste demonstrado nos autos que tenha adotado as providências cabíveis para evitar a produção da irregularidade. Nessa direção, confira-se a decisão abaixo transcrita:

...

93. No mesmo sentido, posicionou-se este Colegiado no julgamento do já mencionado PAS 08/2004, como se vê do seguinte trecho do voto da Relatora:

- ...
94. No caso ora em apreço, abundam as provas acerca da participação direta de José Carlos na decisão de subscrever, com os recursos do Fundo Pacific, as debêntures emitidas pela ROPart, a despeito das evidências que indicavam que, se efetivada, a operação seria contrária aos interesses do Postalís.
95. O próprio acusado admitiu, em sua defesa, que atuava de forma ativa no acompanhamento das carteiras dos veículos de investimento do Postalís, dada a importância comercial da fundação para o Grupo BNY.²⁷ Também reconheceu que teve acesso ao conteúdo do “Relatório de análise da emissão da debênture RO Participações S.A.”, que, como já mencionado neste voto, continha recomendação desfavorável à realização da subscrição.
96. De acordo com manifestação da Gestora e da Administradora,²⁸ “(...) José Carlos de Oliveira, desconsiderando a referida recomendação, tomou a decisão que fez com que o Pacific adquirisse as Debêntures em 28.11.2012”. Em outro trecho de sua manifestação, a BNY Mellon afirma que “é incontroverso que a decisão final a favor da aquisição das Debêntures pelo Pacific foi tomada pelo Sr. José Carlos de Oliveira (...)”.
97. O próprio José Carlos afirmou em seu depoimento²⁹ que: “[as oportunidades de investimento] eram submetidos à área técnica da [BNY] Administradora para estudo e elaboração de relatório que suportasse a decisão de investimento” e que “após análise do material produzido pela área técnica, a decisão final para a aquisição dos ativos era sua”.
98. A esse respeito, a BNY Gestora esclareceu que “a decisão a favor da compra da Debênture foi tomada pelo Sr. José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, diretor responsável pela BNY Mellon Ativos, em novembro de 2012” (fls. 362).
99. Sendo assim, tem-se nos autos conjunto probatório robusto, que permite concluir que José Carlos tinha pleno conhecimento de que:
- (i) as debêntures ofereciam remuneração abaixo das condições de mercado;
 - (ii) não havia dados disponíveis para avaliar a solvência da emissora, as garantias fiduciárias vinculadas às debêntures e a remuneração variável baseada na participação nos lucros da Risk Office;
 - (iii) não havia relatório de rating dos riscos de títulos; e
 - (iv) a equipe técnica da BNY Administradora havia emitido parecer contrário à realização da operação, por entender que as debêntures não ofereciam remuneração compatível com o seu perfil de risco.
100. E a despeito disso tudo, José Carlos consentiu com a aplicação de parte substancial dos recursos do Fundo Pacific na subscrição das debêntures. A meu ver, resta claro que o acusado agiu de maneira consciente e deliberada contra os interesses do Postalís, faltando com a lealdade devida ao cotista.

Além disso, o Parecer PGFN/CAF/NUCAF/CRSFN Nº 86/2019 esclarece:

18. O primeiro equívoco diz respeito ao pressuposto de que, tendo o acusado **José Carlos** atuado em nome da **BNY Gestora**, só à essa pessoa jurídica poderia ser imputada responsabilidade administrativa pelas ocorrências verificadas.
19. Consigne-se que as razões recursais parecem pressupor ou um modelo de responsabilidade objetiva da pessoa jurídica (modelo típico de direito civil em que só o ente coletivo é responsabilizado pela atuação de pessoas naturais que atuam em seu nome) ou um modelo derivado exclusivo ou de heterorresponsabilidade exclusiva (modelo em que a responsabilidade da pessoa jurídica é estritamente dependente da culpabilidade da pessoa física - autor material da infração - que em seu nome atuou), conforme exposto detalhadamente nos itens 06-51 da Orientação PGFN/CAF/NUCAF/CRSNSP 01/2018 (doc. 0847387 do Proc. 10951.103109/2018-40 - doc. anexo).
20. **Mas nenhum desses é o modelo usado para a responsabilização administrativa sancionatória junto à CVM.** Conforme explicitado nos itens 34-38 e 49-51 da referida Orientação PGFN/CAF/NUCAF/CRSNSP 01/2018 (doc. 0847387 do Proc. 10951.103109/2018-40 - doc. anexo), nas acusações administrativas junto à CVM é utilizado o **modelo misto ou de heterorresponsabilidade simples**, no qual a **responsabilidade da pessoa jurídica não se confunde/exaure com a responsabilidade da pessoa natural (apesar da relação existente entre ambas): ...**
21. Ou seja, **apesar de relacionadas, necessariamente não se confundem as responsabilidades da pessoa natural com a da pessoa jurídica pelo cometimento de uma infração administrativa sob o poder de polícia da CVM**, o que não pode ser confundido com o superado requisito da “dupla imputação” (em que a responsabilidade da ente coletivo só existiria caso identificada a responsabilidade da pessoa natural autor material da infração). Desde que comprovada ao longo da instrução administrativa, o modelo de heterorresponsabilidade simples permite que determinada infração seja imputada (i) só à pessoa coletiva (infração de gestão corporativa), (ii) só à pessoa natural (infração pontual da pessoa física) ou (iii) tanto à pessoa natural como à pessoa jurídica.
22. Outro premissa equivocada adotada nessas recursais diz respeito à suposta responsabilização do acusado **José Carlos** unicamente por ocupar determinado cargo dentro da BNY Gestora.
23. Esclareça-se que ao acusado José Carlos foram imputadas acusações na qualidade de **diretor responsável tanto da BNY Gestora quanto da BNY Administradora (Instrução CVM 409/04, art. 65-A, I e art. 117, XIII c/c Instrução CVM 306/99, arts. 7º e 17)** sendo que, conforme reconhecido pela decisão

ora recorrida, relativamente a ele foi reconhecida essa responsabilidade como **diretor responsável pela administração de carteiras BNY Gestora**.

24. São igualmente relevantes aqui as considerações tecidas nos itens 130-157 e 165-187 da citada Orientação PGFN/CAF/NUCAF/CRSNSP 01/2018 (doc. 0847387 do Proc. 10951.103109/2018-40 - doc. anexo), cujos termos ora se tem por transcritos (Lei 9784/99, art. 50, §1º) e que demonstram os padrões com que devem ser apuradas as responsabilidades sancionatórias dentro de pessoas jurídicas reguladas, especialmente a partir do cruzamento das chamadas estruturas de responsabilidade vertical (departamentalização) e de responsabilidade vertical (delegação).

25. Tendo em conta que essas infrações administrativas podem ser cometidas tanto dolosa (dolo direto ou eventual) quanto culposamente (negligência, imperícia ou imprudência), pode-se perceber que a caracterização das responsabilidades subjetiva do acusado **José Carlos** restou devida e suficientemente caracterizada da seguinte maneira pela decisão recorrida da CVM (fls. 610-611): ...

e) Quanto ao argumento de que:

... Diante de todo o exposto acima, o Recorrente requer seja acolhido e provido o presente recurso, de sorte que a decisão condenatória do Colegiado da CVM em face do Recorrente seja terminantemente reformada e afastada. Subsidiariamente, caso não seja esse o entendimento desse Conselho, o que somente admite para argumentar, requer seja ao menos reduzida a penalidade imposta ao Recorrente, considerando todas as peculiaridades fáticas e jurídicas atinentes ao presente processo.

Relativamente à dosimetria das penalidades aplicadas, entendo que a CVM aplicou sanções compatíveis com a gravidade das irregularidades; com o prejuízo causado a milhares de participantes dos planos administrados e com os riscos de imagem e danos à reputação causados pela perda de confiança da Sociedade em entidades do Mercado de Capitais. Assim, recomendo a manutenção das punições aplicadas ao Recorrente.

(ii) Recurso de BNY MELLON ADMINISTRAÇÃO DE ATIVOS LTDA:

a) Quanto aos argumentos de:

Contornos dos Deveres de Diligência e de Lealdade do Administrador e Gestor de Fundos de Investimento: ... o exame do cumprimento do dever de diligência do gestor de fundos de investimento deve ser efetuado levando-se em consideração o contexto em que as operações analisadas se inseriam e a conduta que, razoavelmente, poderia se esperar de um gestor competente que estivesse ocupando sua função. ... Como se pode depreender do entendimento da própria CVM, não havendo intenção manifesta do gestor de agir na busca de interesses pessoais ou de terceiros, em prejuízo dos interesses do fundo e dos cotistas - sendo imprescindível a prova do dolo -, a análise das decisões negociais deve seguir tão somente os parâmetros aplicáveis ao dever de diligência, não cabendo a imputação de violação ao dever de lealdade. Além disso, se as características do caso demonstrarem inexistir decisão interessada por parte do gestor, cabendo apenas a atribuição de eventual descumprimento do dever de diligência, a CVM não está autorizada a adentrar no mérito da decisão negocial, devendo-se limitara avaliar o processo de tomada de decisão. ... Concretamente, no caso do Pacific, de acordo com a prática amplamente adotada pelo mercado no âmbito de fundos exclusivos, havia influência direta do Postalís nas decisões de investimento¹⁹. Vale dizer, a indicação de investimento nas Debêntures foi efetuada pelo próprio investidor - o Postalís -, tendo em vista a sua qualificação e a própria natureza do Pacific como um fundo exclusivo. ... Com a devida vênia, a existência ou não de processo formal de interferência do Postalís na formação da decisão de investimento do Fundo não tem relevância para a análise do cumprimento do dever de lealdade do Recorrente, pois a forma como a decisão de investimento foi tomada não é o bem jurídico tutelado por este dever, importando apenas para o cumprimento do dever de diligência. ... Como se verifica, ao contrário do que afirma a decisão recorrida, no momento da aquisição das Debêntures, havia informações disponíveis sobre a situação financeira da RiskOffice que permitiam que fossem feitas análises a respeito da solvência da emissora, da remuneração variável e também das garantias previstas na escritura. ... o entendimento contido na decisão recorrida de que o BNY Mellon Ativos não teria cumprido com seu dever de lealdade não deve prosperar, uma vez que: (i) o dever de lealdade pressupõe a existência de uma atuação do gestor com vistas à realização de interesses próprios ou de terceiros, em detrimento dos interesses do fundo e de seus cotistas, o que não está comprovado nos autos do Processo e sequer é alegado no Termo de Acusação ou na decisão recorrida; (ii) o Postalís, na condição de investidor qualificado e cotista exclusivo do Pacific, tinha manifesto interesse na realização da operação, tendo, inclusive, aportado recursos com esse específico propósito, razão pela qual pode-se afirmar que a atuação do gestor se deu de acordo com sua vontade e interesse; (iii) os fundamentos em que se baseou a condenação, ainda que fossem procedentes, estão relacionados a uma eventual violação do dever de diligência do Recorrente, não de seu dever de lealdade e, nessas circunstâncias, não cabe à CVM a análise do mérito da operação de aquisição das Debêntures; (iv) a taxa de retorno das Debêntures estava de acordo com os padrões médios praticados no mercado à época; e (v) a conduta adotada pelo Recorrente na

avaliação do risco envolvido na operação ora analisada estava de acordo com o contexto em que ela foi realizada.

e de:

Inexistência de Descumprimento do Dever de Lealdade por Parte do BNY Mellon Ativos na Qualidade de Gestor do Pacific: ... o Colegiado da CVM condenou o BNY Mellon Ativos, na qualidade de gestor do Fundo, à pena de multa pecuniária no montante de R\$ 7.200.000,00 (sete milhões e duzentos mil reais), por suposto descumprimento do dever de lealdade previsto no artigo 55-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004, no processo de aquisição das Debêntures para a carteira do Pacifico Entretanto, cotejando-se a conduta adotada pelo BNY Mellon Ativos no processo decisório que culminou com a aquisição das Debêntures pelo Fundo com os contornos do dever de lealdade estabelecidos na própria jurisprudência da CVM, não há como se extrair qualquer atitude do Recorrente que caracterize um ato desleal em relação ao Pacific e ao seu Cotista Exclusivo. De acordo com os diversos precedentes da CVM, o descumprimento do dever de lealdade pressupõe que o gestor aja buscando o atendimento de interesse próprio ou de terceiros, em detrimento do interesse do fundo e de seus cotistas. Ou seja, segundo a expressão utilizada nas próprias decisões da CVM, deve-se necessariamente estar diante de uma "decisão interessada", caso contrário a análise da autarquia deve se limitar aos parâmetros do dever de diligência, hipótese em que estão vedadas avaliações quanto ao mérito da decisão negocial. No presente caso, não há qualquer comprovação nos autos - e nem sequer menção no Termo de Acusação ou na decisão recorrida - de que o BNY Mellon Ativos, ao autorizar a aquisição das Debêntures para a carteira do Fundo, tenha agido visando ao benefício próprio ou de terceiros. ... Assim, no âmbito do Processo, a exame do cumprimento do dever de lealdade por parte do BNY Mellon Ativos deve necessariamente considerar o fato de que o Fundo tinha como cotista exclusivo o Postalís, investidor altamente qualificado¹⁶, apto a conhecer os riscos atrelados a ativos de crédito privado e que estava inequivocamente ciente da aquisição das Debêntures. ... A própria CVM, ao regular o tema, definiu os fundos exclusivos como aqueles destinados a investidores profissionais, constituídos para receber aplicações exclusivamente de um único cotista (artigo 111-A, da Instrução CVM nº 409/04, reproduzido pelo artigo 130 da Instrução CVM nº 555/2014). Tal distinção existe justamente para permitir o tratamento diferenciado que deve ser dispensado às diferentes categorias de fundos e investidores. ... Tanto isso é verdade que, menos de dois anos após a aquisição das Debêntures pelo Pacifico, o Postalís solicitou, no âmbito da sua própria carteira, a aquisição das debêntures de emissão da XNice Participações S.A. ("XNice"), cuja estrutura de emissão era muito semelhante à das Debêntures, conforme também reconhecido no Termo de Acusação (fl. 392 dos autos do Processo). Cabe ressaltar que o procedimento de aquisição das debêntures da Xnice iniciou-se com a solicitação do Postalís de resgate de parte de sua participação no São Bento Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Multimercado ("São Bento"), cotista exclusivo direto do Pacifico, mediante a entrega das Debêntures de emissão da RO Participações. ... Para fins do dever de lealdade, importa somente que o Postalís tenha manifestado evidente interesse em que as Debêntures fossem adquiridas pelo Fundo, conforme demonstrado acima, de modo que não há que se falar em atuação do BNY Mellon Ativos em detrimento aos interesses do Cotista Exclusivo e, conseqüentemente, não ficou caracterizada qualquer violação ao dever de lealdade pelo Recorrente. ... Ao permitir a participação do Postalís na decisão de investimento, mesmo na ausência de previsão no Regulamento do Fundo de um comitê de investimento, o Recorrente adotou prática que à época não era tida como vedada no âmbito do mercado, de modo que não poderia ser hoje responsabilizado por isso. ... Contudo, não cabe à CVM analisar a conveniência da aquisição das Debêntures pelo Fundo. A propósito, a própria autarquia já decidiu que não é permitido ao órgão regulador fazer considerações sobre o mérito das decisões de investimento ou sobre a qualidade da estratégia adotada pelo administrador de carteiras quando ele age amparado no Regulamento do fundo e quando não se configura atuação desleal de sua parte, mesmo se o resultado dessas decisões ocasionar elevados prejuízos para o fundo, in verbis: ... Também não procede a afirmação contida no voto do Diretor Relator de que a decisão de adquirir as Debêntures consubstanciaria violação do dever de lealdade do BNY Mellon Ativos por existirem ativos similares disponíveis no mercado com melhores relações de retomo financeiro em relação ao respectivo risco. A relação risco/retomo consiste em um dos critérios a serem adotados nas decisões de investimento em títulos de crédito privado, porém não é o único nem pode ser necessariamente determinante para a realização da operação a ponto de não poder haver a escolha por ativos que eventualmente apresentem relação risco/retorno menos favorável do que outros. ... De qualquer modo, no presente caso, ao contrário do que sugeriu a decisão recorrida, o retorno das Debêntures - que consistia em uma taxa de juros de 6,5% (seis vírgula cinco por cento) acrescida da variação ao IPCA²¹ (independentemente da parcela de remuneração atrelada à participação nos lucros da RiskOffice) -, comparativamente com debêntures de características semelhantes àquelas emitidas pela RO Participações, inclusive no que se refere aos prazos de vencimento²², estava próximo à taxa de juros média praticada no mercado à época, qual seja, 6,89% (seis vírgula oitenta e nove por cento) (fls. 513-514 dos autos do Processo). Em relação aos riscos envolvidos na operação, o próprio Ofício Circular CVM/SIN nº 0612014, mencionado no Termo de Acusação, reconhece que a verificação do cumprimento do dever de diligência do gestor está condicionada "à análise das situações fáticas

relativas aos investimentos de cada fundo", conforme trecho transcrito abaixo: "Assim, a análise do cumprimento do dever de diligência previsto no inciso I do art. 65-A da Instrução CVM nº 409/04 só pode ser feita caso a caso. Algumas das práticas apresentadas abaixo não são aplicáveis ou precisam ser adaptadas em determinadas situações." (grifamos) [grifo do autor] ... Conclui-se, portanto, que o entendimento contido na decisão recorrida de que o BNY Mellon Ativos não teria cumprido com seu dever de lealdade não deve prosperar, uma vez que: (i) o dever de lealdade pressupõe a existência de uma atuação do gestor com vistas à realização de interesses próprios ou de terceiros, em detrimento dos interesses do fundo e de seus cotistas, o que não está comprovado nos autos do Processo e sequer é alegado no Termo de Acusação ou na decisão recorrida; (ii) o Postalis, na condição de investidor qualificado e cotista exclusivo do Pacific, tinha manifesto interesse na realização da operação, tendo, inclusive, aportado recursos com esse específico propósito, razão pela qual pode-se afirmar que a atuação do gestor se deu de acordo com sua vontade e interesse; (iii) os fundamentos em que se baseou a condenação, ainda que fossem procedentes, estão relacionados a uma eventual violação do dever de diligência do Recorrente, não de seu dever de lealdade e, nessas circunstâncias, não cabe à CVM a análise do mérito da operação de aquisição das Debêntures; (iv) a taxa de retorno das Debêntures estava de acordo com os padrões médios praticados no mercado à época; e (v) a conduta adotada pelo Recorrente na avaliação do risco envolvido na operação ora analisada estava de acordo com o contexto em que ela foi realizada.

Inicialmente, observo que os argumentos relacionados à imputação da responsabilidade pelo investimento ao investidor qualificado e à avaliação efetuada pela CVM já foram devidamente enfrentados anteriormente.

A respeito, observo que o tema da imputação de descumprimento do dever de lealdade da BNY MELLON GESTORA foi enfrentado no Voto do Diretor da CVM, que esclareceu:

80. Em suma, à luz de tudo quanto se disse acima, constata-se que a decisão de investimento foi marcada por vícios graves e flagrantes. Com efeito, a incompatibilidade das debêntures com as condições usuais de mercado, o caráter exótico da cláusula que destinava recursos da oferta à contratação de consultores relacionados à emissora, a ausência de análise técnica da solvência da emissora, das garantias constituídas e da remuneração variável baseada na participação nos lucros da Risk office, a falta de prévia classificação de risco dos títulos e, enfim, a desconsideração do estudo da BNY Administração com conclusão desfavorável à realização da operação, evidenciam que a subscrição das debêntures resultou de um processo decisório incompatível com os deveres fiduciários que, nos termos da regulamentação vigente, vinculavam o gestor ao cotista do fundo.

81. Mais precisamente, o conjunto de provas dos autos – e notadamente o fato de o estudo da BNY Administradora ter emitido parecer contrário à operação – demonstra que a Gestora tinha pleno conhecimento de que o investimento, se efetivado, seria contrário aos interesses do cotista Postalis. Disso decorre que a decisão de investir foi um ato consciente e deliberado, que configura, em linha com o exposto na acusação, infração ao dever de lealdade, a que se refere o art. 65-A da Instrução CVM nº 409, de 2004, vigente à época dos fatos.

82. Nesse tocante, não merece prosperar a alegação da defesa de que não se poderia caracterizar a violação ao dever de lealdade, uma vez que não haveria, neste caso, prova de que o investimento realizado (i) tenha privilegiado interesse particular da Gestora ou de terceiro em detrimento do Fundo, nem que (ii) tenha causado prejuízo ao cotista Postalis.

83. Os argumentos carecem de fundamento jurídico. Nos termos da regulamentação vigente, o ato desleal, em oposição à falta de diligência, que se associa à culpa em sentido estrito, supõe ação ou omissão dolosa do gestor ou administrador, que atua deliberadamente em detrimento dos interesses dos cotistas. É verdade que dessa conduta intencional pode resultar, em certos casos, vantagem indevida para o infrator ou terceiro, mas esse resultado é meramente acidental e eventual, vez que não integra o tipo correspondente à infração.

84. Do mesmo modo, a regulamentação da CVM não exige a prova do dano e de sua extensão para a configuração da deslealdade do gestor ou administrador.²¹ Vale aqui lembrar que, neste julgamento, apura-se a responsabilidade administrativa dos Acusados, a qual, diferentemente da responsabilidade civil, não tem por finalidade a reparação de prejuízos. Em vez disso, destina-se a reprimir condutas desviantes das normas que regem o funcionamento do mercado de valores mobiliários. Por isso, e ressalvadas situações específicas, as infrações administrativas não supõem a produção de dano.

85. De todo modo, diferentemente do alegado pela defesa, verifica-se, a partir dos elementos constantes dos autos, que a subscrição das debêntures emitidas pela ROPart ocasionou prejuízos ao cotista Postalis. Isto porque os títulos foram adquiridos em 28.11.2012 por R\$ 72.000.000,00 (setenta e dois milhões de reais) e mantidos na carteira do Fundo Pacific sem fazer jus a qualquer remuneração até 8.7.2014, quando foram resgatados por R\$ 69.803.296,02 (sessenta e nove milhões, oitocentos e três mil, duzentos e noventa e seis reais, e dois centavos). Constata-se, portanto, que o investimento resultou em perda patrimonial equivalente a R\$ 2.196.703,98 (dois milhões, cento e noventa e seis mil, setecentos e três reais, e noventa e oito centavos).²²

86. Em suma, por todo o exposto, entendo que a decisão de aplicar os recursos do Fundo Pacific na

subscrição das debêntures emitidas pela ROPart constitui violação ao dever de lealdade por parte da BNY Gestora, em infração ao disposto no art. 65-A da Instrução CVM nº 409, de 2004, vigente à época dos fatos.

Além disso, incorporo os argumentos trazidos no PARECER/PGFN/CAF/NUCAF/CRSFN Nº 86/2019:

26. Avançando agora ao exame do recurso interposto por **BNY Gestora**, nota-se que seus articulados inicialmente se dedicam a digressões acerca do dever de diligência. Ao ensejo, é ponderado que eventual análise sobre a observância desse dever haveria de levar em conta a razoabilidade. Também é realçada sua natureza jurídica de obrigação de meio, não de fim, além de ser destacada a relevância da boa-fé para o exercício de qualquer julgamento a esse respeito.

27. Na sequência, **BNY Gestora** argumenta que a deslealdade se configuraria com a demonstração de que o ato em questão houvesse atendido a interesses próprios ou de terceiros, em detrimento dos interesses dos cotistas. Consequentemente, na ausência de elementos de prova nesse sentido, descaberia afirmar a violação a dever de lealdade, sendo cogitável apenas o desrespeito ao dever de diligência.

28. A juízo de **BNY Gestora**, na espécie, “não há como se extrair qualquer atitude do Recorrente que caracterize um ato desleal em relação ao Pacific e ao seu Cotista Exclusivo” (fls. 659). Segundo a Recorrente, faltaria a demonstração de fatos atribuídos ao gestor “buscando o atendimento de interesse próprio ou de terceiros, em detrimento do interesse do fundo e de seus cotistas” (fls. 659). Ao contrário, o que os autos demonstrariam é a participação do próprio **Postalis** no processo decisório de investimento.

29. Pois bem. Ao tempo em que se reporta às considerações tecidas mais acima, ocasião em que se considera ter sido superada essa linha de argumentação que insiste na exculpação de todos ao se atribuir ao **Postalis** a **intervenção definitiva** no processo decisório do investimento, acredita-se poder se depreenderem **duas questões controvertidas**, veiculadas nos articulados recursais de **BNY Gestora**. A primeira delas seria teórica, i.e., saber se o locupletamento indevido, próprio ou alheio, representaria elemento conceitual da violação do dever de lealdade. E a segunda questão corresponderia à interpretação do substrato probatório relativamente a componente anímico do fato imputado, ou seja, saber se existem elementos suficientes para caracterização de atuação dolosa e contrária ao interesse do cotista.

30. Do ponto de vista desta **PGFN**, ambas as questões se resolvem em favor da exegese defendida pela **CVM**. Seja porque se considera à margem do conceito de deslealdade a necessidade de que o infrator ou outrem se tenha beneficiado da infração; seja porque a instrução processual, além de revelar a prática de ato doloso, também descortina a ocorrência de prejuízo sofrido pelo legítimo titular do direito.

31. No entender da Procuradoria e com a devida vênia, em que pesem os recortes jurisprudenciais referidos no recurso de **BNY Gestora**, a tese recursal revela alguma confusão entre substância e acidente. Pois, na espécie, significaria exatamente confundir substância e acidente sustentar que a definição de deslealdade contém, necessariamente, o favorecimento indevido de interesse próprio ou alheio em detrimento de interesses dos cotistas.

32. Deveras, a **CVM** observou com razão que, no “ato desleal”, a “vantagem indevida para o infrator ou terceiro (...) é meramente accidental ou eventual” (fls. 607). Afinal, **no plano teórico**, como negar que seja absolutamente possível contrariar dolosamente o interesse do legítimo titular do direito sem que necessariamente dessa ilicitude resultem benefícios próprios ou alheios? Por outras palavras, como negar, no plano teórico, que dado ato siga sendo desleal (substância), malgrado o prejuízo sofrido por sua vítima não se reflita em benefício ao perpetrador ou a outrem (acidente)?

33. Do ponto de vista da **PGFN**, tais indagações são meramente retóricas. Tal como disse a **CVM**, a “vantagem indevida para o infrator ou terceiro (...) é meramente accidental ou eventual” (fls. 607). A deslealdade (substância) prescinde que do ato se locupletem o perpetrador ou terceiros (acidente).

34. Por outro prisma, também se poderia refutar o argumento brandido por **BNY Gestora** ao se observar a inversão promovida na ordem entre causa e efeito. Pois o ato desleal (causa) pode até proporcionar a seu autor ou a outrem alguma vantagem indevida (efeito). Mas não será eventual vantagem indevida (causa?) a implicar alguma deslealdade (efeito?). Consequentemente, mesmo à míngua de qualquer vantagem indevida, o gesto desleal pode sim persistir.

35. De todo modo, os autos demonstram à saciedade a existência elementos probatórios a revelar a prática de ato “consciente e deliberado”, contrário ao interesse do cotista e que o sujeitou a prejuízo nada desprezível. Vale conferir o seguinte trecho do voto proferido pelo Sr. Diretor Pablo Renteria (fls. 607-608):

...

b) Quanto ao argumento de:

Impossibilidade de se Fixar a Multa Com Base no Valor de Aquisição das Debêntures: ... o cálculo do valor da multa com base no montante da operação ou emissão irregular, para efeitos do que dispõe o inciso II do artigo 11, §1º, da Lei nº 6.385/1976, apenas pode ser feito quando a operação, por si mesma, constituir o ilícito que tenha conduzido à condenação da penalidade pecuniária. No presente caso, o

suposto ilícito que levou à condenação do BNY Mellon Ativos constitui somente a pretensa violação do dever de lealdade pelo Recorrente, na qualidade de gestor do Pacific, ao adquirir as Debêntures para a carteira do Fundo, mas a operação de emissão de Debêntures não caracteriza, em si, qualquer ilegalidade.

Relativamente à argumentação relacionada à dosimetria, acompanho posicionamento expresso no PARECER/PGFN/CAF/NUCAF/CRSFN Nº 86/2019, que esclarece:

39. Respeitosamente, no entender da PGFN, a alegação recursal não resiste a si própria. De fato, embora a irregularidade apurada nestes autos não corresponda à “operação de emissão das debêntures”, não há dúvidas, sequer para a Recorrente, de que o fato imputado corresponda “à conduta supostamente desleal do Recorrente de adquirir referidas Debêntures (...)” (destacou-se). Ora, é essa, ou seja, é a aquisição dos papéis – etapa culminante de um processo que se revelou irregular – a “operação irregular” referida pela Lei como parâmetro legítimo para cálculo da dosimetria. E outra coisa não fez a CVM senão validamente adotar essa referência.

...

44. Ou seja, conforme tal entendimento, em que pese a inclusão, no art. 11, §1º da Lei 6.385/76, de novos limites para a determinação de multa (conforme as novas redações desse artigo segundo as Lei 9.457/97 e 13.506/17) eventualmente mais benéficos a algum acusado, tem-se que de tal circunstância não se deve depreender a ocorrência de necessária minoração de pena de multa.

45. Seja na sua redação original, seja naquelas posteriormente dadas pelas Leis 9.457/97 e 13.506/17, o referido art. 11, §1º da Lei 6.385/76 sempre foi inequívoco ao assentar que a pena de multa só não poderia ultrapassar o maior dos limites previstos em seus incisos.

46. De fato, se não havia direito subjetivo à imposição de multa no menor dos limites previstos pela redação original do art. 11, §1º da Lei 6.385/76 (conforme assentado pelo E. STJ no precedente acima referido), tal conclusão não é de qualquer modo prejudicada pelo fato de leis posteriores (Lei 9.457/97 e 13.506/17) previrem outros limites que, eventualmente, possam a vir ser mais benéficos a algum acusado.

47. Esclareça-se, aqui, por relevante, que nem mesmo há que se cogitar em qualquer espécie de argumentação em torno da aplicação do princípio da novatio legis in melius (CF art. 5º, XL) já que, seja em sua redação original, seja naquelas redações dadas pelas Lei 9.457/97 e 13.506/17, remanesceu intocada a determinação de que a multa não excederá o maior dos valores previstos nos incisos contidos no §1º do art. 11 da Lei 6.385/76. Não houve qualquer mudança, em decorrência de lei posterior benéfica, apta a ensejar a aplicação do referido princípio constitucional.

48. Ressalte-se, inclusive, que a manutenção da penalidade em 10% (dez por cento) do valor das operações irregulares (art. 11, II e §1º, II da Lei 6.385/76, segundo a redação dada pela Lei 9.457/97 vigente à época das ocorrências, conforme arbitrado no item 114 da decisão recorrida - fls. 614-615), mostra-se até mais benéfica à referida Recorrente, eis que o referido art. 11, §1º, II da Lei 6.385/76, segundo a redação dada pela Lei 13.506/2017, já prevê que essa multa pode chegar até ao “dobro do valor da emissão ou da operação irregular” (grifos nossos).

Assim, entendo que deve ser mantida a penalidade aplicada, ressaltando que a melhor referência para a devida punição, no caso, é o valor da operação, tendo em vista que a aplicação de multa em valor fixo (R\$ 500.000,00), frente ao montante dos valores negociados e aos prejuízos causados, não teria caráter educativo de desestimular futuras infrações, no tipo e escala.

Ressalto, ainda, que o argumento foi reiterado em Memorial apresentado no documento SEI/ME nº 5965418. A respeito, entendo que a penalidade aplicada, por violação dos deveres fiduciários estabelecidos no art. 65-A, da Instrução CVM nº 409/04, pode (e deve, em meu entendimento) tomar por base o valor da aquisição, tendo em vista o vínculo direto com a atuação da Acusada, ou seja, se atuou indevidamente na aquisição de ativos que remontavam valor de R\$ 72 milhões, nada mais adequado que aplicar MULTA compatível com este valor. Vale repetir o argumento com outras palavras: nada mais lógico do que considerar que se atuou com deslealdade numa negociação de R\$ 72 milhões, deve sofrer uma penalidade maior do que a que receberia se tivesse atuado com deslealdade numa negociação de R\$ 72 mil. Assim, reitero o PARECER/PGFN/CAF/NUCAF/CRSFN Nº 86/2019, que esclarece:

38. Segundo a **BNY Gestora**, “a acusação formulada contra o Recorrente não se refere à regularidade da operação de emissão de Debêntures, mas tão somente à conduta supostamente desleal do Recorrente de adquirir referidas Debêntures para a carteira do Pacific (...)” (fls. 668). Daí por que ela conclui que, “se a regularidade da operação de emissão de Debêntures não está sendo questionada nos autos deste Processo, é evidente que os valores nela envolvidos não podem ser utilizados para a fixação do valor da multa aplicada ao Recorrente” (fls. 668). Ou seja, “o Colegiado da CVM (...) deveria ter se restringido ao limite máximo de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais)” (fls. 668).

39. Respeitosamente, no entender da PGFN, a alegação recursal não resiste a si própria. De fato, embora a irregularidade apurada nestes autos não corresponda à “operação de emissão das debêntures”, não há dúvidas, sequer para a Recorrente, de que o fato imputado corresponda “à conduta supostamente desleal

do Recorrente de adquirir referidas Debêntures (...)” (destacou-se). Ora, é essa, ou seja, é a aquisição dos papéis – etapa culminante de um processo que se revelou irregular – a “operação irregular” referida pela Lei como parâmetro legítimo para cálculo da dosimetria. E outra coisa não fez a CVM senão validamente adotar essa referência.

40. Aqui se impõe a análise dos limites da penalidade de multa conforme previsto no **art. 11 da Lei 6.385/76** que, na sua **redação original**, previa o seguinte:

“Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício de cargo de administrador de companhia aberta ou de entidade do sistema de distribuição de valores;

IV - inabilitação para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - cassação da autorização ou registro indicados no inciso anterior.

§ 1º - A multa não excederá o maior destes valores:

I - quinhentas vezes o valor nominal de urna Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional;

II - trinta por cento do valor da emissão ou operação irregular.

§ 2º - A multa cominada pela inexecução de ordem da Comissão não excederá dez vezes o valor nominal de uma Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional por dia de atraso no seu cumprimento.

§ 3º - As penalidades dos incisos III a VI somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidos em normas da Comissão, ou de **reincidência**”.

(grifos nossos).

41. Com as alterações realizadas pela **Lei 9.457, de 05/05/97**, o referido dispositivo e seus §§1º a 3º passaram a ter a seguinte redação:

“Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários (redação segundo a Lei 9.457/97);

IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior (redação segundo a Lei 9.457/97);

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei (redação segundo a Lei 9.457/97);

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários (redação segundo a Lei 9.457/97);

VIII - proibição temporária até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários (redação segundo a Lei 9.457/97).

§ 1º - A multa não excederá o maior destes valores:

I - R\$500.000,00 (quinhentos mil reais) (redação segundo a Lei 9.457/97);

II - cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular (redação segundo a Lei 9.457/97); ou

III - três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito (redação segundo a Lei 9.457/97).

§ 2º Nos casos de **reincidência** serão aplicadas, alternativamente, **multa nos termos do parágrafo anterior, até o triplo dos valores fixados, ou penalidade prevista nos incisos III a VIII do caput deste artigo** (redação segundo a Lei 9.457/97).

§ 3º Ressalvado o disposto no parágrafo anterior, as penalidades previstas nos incisos III a VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários (redação segundo a Lei 9.457/97) ”.

(grifos nossos).

42. Atualmente vigoram as alterações recentemente introduzidas pela **Lei 13.506, de 13/11/17**, que deu às disposições desse art. 11 da Lei 6.385/76 a seguinte redação:

“Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente (redação segundo a Lei 13.506/17):

I - advertência;

II - multa;

III - (revogado segundo a Lei 13.506/17) ;

IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários (redação segundo a Lei 13.506/17);

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei (redação segundo a Lei 13.506/17);

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários (redação segundo a Lei 9.457/97);

VIII - proibição temporária até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários (redação segundo a Lei 9.457/97).

§ 1º - A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores (redação segundo a Lei 13.506/17);

I - R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) (redação segundo a Lei 13.506/17);

II - o dobro do valor da emissão ou da operação irregular(redação segundo a Lei 13.506/17);

III - 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito (redação segundo a Lei 13.506/17); ou

IV - o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito (redação segundo a Lei 13.506/17).

§ 2º Nas hipóteses de **reincidência**, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados no § 1º deste artigo (redação segundo a Lei 13.506/17).

§ 3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência (redação segundo a Lei 13.506/17)”.
(grifos nossos).

43. Esclareça-se ser perfeitamente regular e legal a determinação da multa dentro de qualquer um dos tetos previstos no §1º do art. 11 da Lei 6.385/76, **não havendo qualquer direito subjetivo à imposição em um desses critérios especificamente, como já foi inclusive reconhecido pelo E. STJ desde a redação original desse art. 11 da Lei 6.385/76:**

“RECURSO ESPECIAL. REVISÃO. FATOS. SÚMULA 07/STJ. PROPORCIONALIDADE. ARTIGO 11, § 1º, DA LEI N.º 6.385/76. TRINTA POR CENTO DO VALOR DA OPERAÇÃO IRREGULAR. POSSIBILIDADE. PROPORCIONALIDADE. MULTA. INTERDIÇÃO TEMPORÁRIA DO EXERCÍCIO DA ATIVIDADE DE ADMINISTRADOR. CUMULATIVIDADE. CABIMENTO. PROIBIÇÃO DA PROTEÇÃO DEFICIENTE AOS BENS JURÍDICOS. INTERPRETAÇÃO SISTEMÁTICA E TELEOLÓGICA. CABIMENTO. PODER DE POLÍCIA. DISCRICIONARIEDADE.

1. Os recorrentes realizaram operação de mútuo com "holdings" familiares, na época em que ocupavam concomitantemente as funções de administradores e sócios controladores da pessoa jurídica, contudo, na contabilidade da empresa, fizeram registrar esta operação como se fosse "saldo a receber de clientes", ao invés de a lançarem como mútuo, razão pela qual a Comissão de Valores Mobiliários aplicou-lhes as sanções de multa e de inabilitação para o exercício do cargo de administrador, pelo prazo de dez anos, com base nos artigos 117 e 153, da Lei n.º 6.404/1976, e 11 da Lei n.º 6.385/76.

2. Pretendem anular a multa que lhes foi imposta pela Comissão de Valores Mobiliários, sustentando a ilegitimidade e a ilegalidade da sanção, devido à inexistência de conduta ilícita e porque o montante fixado seria supostamente desproporcional em relação ao desvalor da conduta e aos elementos fáticos do caso concreto.

3. É cediço que o recurso especial não se presta à reapreciação do conjunto probatório dos autos, razão pela qual torna-se defeso aferir a compatibilidade fática das condutas dos recorrentes às infrações tipificadas nos artigos 117 e 153, da Lei n.º 6.404/76, ou a gravidade do dano decorrente de atos societários perpetrados. Inteligência da Súmula 07/STJ.

4. Por outro lado, nos termos do **art. 11, § 1º, da Lei n.º 6.385/76, a multa aplicada pela CVM não poderá ser superior ao maior dos seguintes valores: quinhentas vezes o valor nominal de 01 ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional) ou 30% do valor da operação irregular. Assim, o limite da sanção será a cifra que se mostrar superior no caso concreto: se o valor correspondente a 30% do valor da operação irregular for superior a quinhentas vezes o valor de 01 ORTN, deverá prevalecer tal fator de cálculo, para o teto da multa.**

5. **A CVM não estava obrigada a aplicar o menor valor da multa, que corresponderia a quinhentas ORTNs, pois a Lei n.º 6.385/76 apenas determina que a sanção não poderia**

ultrapassar o maior dos tetos previstos no art. 11, § 1º.

6. Deve-se assegurar ao Poder Judiciário a apreciação da razoabilidade da atuação administrativa, porém este não pode simplesmente substituir a mens legis, inovando ou indo além do que o Legislativo previu, sob pena de usurpação da função do legislador e de completo menoscabo ao regime de tripartição de Poderes.
 7. Os recorrentes também sustentam ter ocorrido bis in idem, pois a Comissão de Valores Mobiliários aplicou as sanções de multa e de interdição temporária do exercício da atividade de administrador, cumulativamente, em vista da mesma conduta ilícita, imputada aos agentes econômicos.
 8. As penalidades de multa e de interdição temporária do exercício da atividade de administrador foram impostas de maneira simultânea, justamente porque as infrações foram praticadas quando os recorrentes ocupavam, cumulativamente, funções diversas no âmbito da sociedade: como administradores e sócios-controladores.
 9. Constatou-se falta de transparência na realização da operação financeira em destaque, com impacto direto sobre o patrimônio da empresa e sobre o direito à informação dos acionistas minoritários, quando a companhia encontrava-se sob orientação decisiva dos recorrentes, acionistas controladores e administradores à data dos fatos.
 10. No atual cenário da economia nacional e internacional, altamente dependente da saúde financeira do setor empresarial, a eticidade nas relações interna corporis das companhias é bem jurídico igualmente digno de tutela, por meio do estímulo à segurança e à transparência das operações financeiras. Por tais motivos, urge aplicar-se o princípio da confiança, a fim de resguardar a boa-fé dos sócios minoritários, bem como de toda a comunidade, diante de eventuais situações jurídicas geradas por um comportamento desleal dos administradores e sócios-controladores das pessoas jurídicas.
 11. A Lei das Sociedades por Ações também é informada por essa principiologia, como se extrai da Exposição de Motivos n.º 196, de 24 de junho de 1976, segundo a qual a responsabilidade social que passou a ser exigida dos acionistas-controladores e dos administradores das pessoas jurídicas impõe-lhes comportamento idôneo e probó, conforme as diretrizes lançadas nos artigos 116, 117, 153 e 154, da Lei n.º 6.404/76.
 12. Seria completamente desproporcional aplicar somente a pena de multa, mantendo-se os agentes na direção da empresa, quando estes agiram ilicitamente na gestão dos recursos da sociedade. Por outro lado, a pura interdição temporária do exercício da atividade de administrador também mostrar-se-ia desproporcional, já que, isoladamente, não seria suficiente para repreender e emendar agentes econômicos que, às custas da regularidade do mercado de valores mobiliários, praticaram ilícitos visando ao seu locupletamento. Deste modo, crucial a medida de cunho patrimonial, como reprimenda adequada para o intento de lucro desmedido.
 13. Para o cumprimento das atribuições da Comissão de Valores Mobiliários, não se mostra razoável limitar o uso das sanções disponíveis ao poder de polícia dessa autarquia, quando a lei assim não fez. O silêncio do art. 11 da Lei n.º 6.385/76, quanto à possibilidade de aplicação cumulativa de sanções, antes de representar espécie de "silêncio eloquente", a impedir tal espécie de apenação, deve ser interpretado como técnica legislativa, voltada justamente a assegurar o exercício efetivo das funções técnicas da CVM, diante de ilícitos de jaez tão complexo e aprimorado, devido às peculiaridades do mercado em destaque.
 14. Ciente dos desafios que o exercício do poder de polícia impõe à Administração Pública, no referente à interpretação dos fatos e à escolha dos meios mais adequados para restringir e condicionar a liberdade dos cidadãos, com vistas ao interesse público, a doutrina brasileira tende a atribuir-lhe o caráter discricionário, máxime quando a lei não detalha a forma como tal prerrogativa pública deverá ser desempenhada, o que ocorre no caso dos autos.
 15. Recurso especial em parte conhecido e, nesta parte, não provido.”
- (REsp 1.130.103 / RJ, Rel Min. CASTRO MEIRA – grifos nossos).**

c) Quanto ao argumento de:

Existência de Circunstâncias que Devem Ser Consideradas Como Atenuantes na Fixação da Multa Aplicada ao Recorrente: ... As medidas que foram adotadas pelo BNY Mellon Ativos visando a aprimorar os processos e os controles de seus serviços, que vigoraram até a finalização do processo de descontinuação de suas atividades, chegaram a apresentar efetivos reflexos em questões relacionadas aos fatos objeto do presente Processo. Tais fatos não podem ser simplesmente ignorados na fixação da pena de multa aplicada ao Recorrente, pois denotam a evidente atuação de boa-fé do BNY Mellon Ativos visando ao cumprimento de seus deveres fiduciários na qualidade de gestor de fundos de investimento, o que certamente deve ser considerado como circunstância atenuante no cálculo da dosimetria da pena.

A respeito, acompanho posicionamento da PGFN em seu Parecer PGFN/CAF/NUCAF/CRSFN Nº 86/2019, que esclarece:

49. No que se refere à alegada “existência de circunstâncias que devem ser consideradas como atenuantes na fixação da multa aplicada ao recorrente” – vale conferir a esse respeito as ponderações tecidas por BNY Gestora na parte final de sua petição recursal (fls. 669 e 670) –, por certo se observa a ocorrência de fatos com aptidão para influenciar a dosimetria da penalidade aplicada. **Porém, isso não significa que já não tenham sido considerados no julgamento feito pelo Colegiado da CVM.**

50. Não se ignora a lição de autorizada doutrina, a alertar para o significado constitucional ostentado pela motivação de atos administrativos, notadamente aqueles decisórios, com destaque para manifestações do Poder Público que impõem sanções [12] e [13]. Nessa esteira, parece mesmo desejável que a elaboração de decisões condenatórias reserve à dosimetria espaço próprio na topografia de sua fundamentação. Afinal, é a Lei a exigir motivação “explícita, clara e congruente”, em especial quando se “imponham ou agravem (...) sanções” [14].

51. Nada obstante, a leitura do inteiro teor do r. *decisum* permite afirmar com segurança a presença de sobeja motivação. Na verdade, nota-se claramente que a fundamentação dosimétrica se encontra disseminada ao longo da decisão – aliás, a própria Recorrente observa que sua colaboração com as investigações foi reconhecida pela CVM (fls. 669). E não há óbice algum a impedir que a fundamentação da pena se encontre espargida por toda a extensão do *decisum*. Tal método já foi referendado pelo próprio **CRSFN** – com aparente eco na jurisprudência do **STF** –, o qual oportunamente observou que a fundamentação do ato não se concentra apenas no dispositivo da decisão. Ao respeito, confirmam-se excertos do **Recurso 13359** [15] e do **RHC 123.092** [16], respectivamente:

...

A respeito, observo que a Recorrente aponta diversos aprimoramentos administrativos ocorridos após as irregularidades como fundamento para redução de penalidades. Com toda a vênia, entendo que o argumento, em seu fundamento, não deve prosperar. A meu ver, os citados aprimoramentos ocorreram em favor da própria Recorrente, prevenindo outras falhas, sem influir na apuração do presente processo administrativo.

Além disso, entendo que eventuais atenuantes ou agravantes já foram levados em consideração, como pode ser observado, a título de exemplo, no item 110 do Voto do Diretor Relator da CVM, que esclarece:

110. Embora a BNY Gestora tenha participado da elaboração do segundo relatório, entendo que a sua penalidade não deve ser agravada por esse fato, uma vez que ela reconheceu que o documento havia sido preparado em 2013, tendo, assim, colaborado com as investigações da CVM.

Por fim, quanto à dosimetria da penalidade aplicada, reitero que a CVM aplicou sanção compatível com a gravidade das irregularidades; com o prejuízo causado a milhares de participantes dos planos administrados e com os riscos de imagem e danos à reputação causados pela perda de confiança da Sociedade em entidades do Mercado de Capitais.

Assim, entendo que o argumento não deve prosperar.

V- CONCLUSÃO

9. Diante do exposto, voto pelo conhecimento e desprovisionamento dos Recursos Voluntários, com manutenção das penalidades aplicadas.

É o voto.

Antonio Augusto de Sá Freire Filho – Conselheiro Relator.



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 21/01/2020, às 16:02, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **4283213** e o código CRC **FF868381**.

